全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

XIONGSHI
BUJU
JIAZHI
DIGUFA

熊市布局

——价值低估法

程超泽 ◎ 著

- 只要买到一只价值被低估的股票，
  你的下半生将无后顾之忧。
- 大熊市，为你创设了找到低估值股票的难得机会。



中国金融出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策划编辑：张 莉 许振玲
责任编辑：张 铁
责任校对：李俊英
责任印制：张 莉

图书在版编目（CIP）数据

熊市布局（Xiongshi Buju）：价值低估法/程超泽著.—北京：中国金融出版社，2009.2
ISBN 978－7－5049－4958－5

Ⅰ.熊… Ⅱ.程… Ⅲ.股票—证券投资 Ⅳ.F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字（2009）第017206号

出版发行 中国金融出版社
社址 北京市广安门外小红庙南里3号
市场开发部 (010)63272190，66070804（传真）
网上书店 http：//www.chinafph.com
(010)63286832，63365686（传真）
读者服务部 (010)66070833，82672183
邮编 100055
经销 新华书店
印刷 利兴印刷有限公司
装订 平阳装订厂
尺寸 169毫米×220毫米
印张 16.5
字数 176千
版次 2009年2月第1版
印次 2009年2月第1次印刷
定价 35.00元
ISBN 978－7－5049－4958－5/F.4518
如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序 评析程超泽教授对中国经济和股市的成功大预测

认识程超泽教授是1993年在汕头大学的一次国际年会上，与会中他对中国经济走势的乐天观点给我留下了深刻的印象。也从那时起，我开始关注他出版的每一本书。自20世纪90年代中期出版第一本争议性专著《走出山坳的中国》（海天出版社，1995年）以来，他关于中国经济的趋势预测分析成果累累。除了上述《走出山坳的中国》以外，他的著作《亚洲怎么了：亚洲金融风暴全景透视》（上海人民出版社，1998年）、《世纪之争——中国：一个经济大国的崛起》（新华出版社，1998年）、《中国经济：崩溃还是成长》（江苏人民出版社，2003年）、《告诉你一个真实的中国经济》（上海交通大学出版社，2004年）、《中国经济成长之谜》（上海交通大学出版社，2004年）、《大拐点：站在中国大牛市的新起点上》（上海东方出版中心，2004年）、《大财五年：抓住你一生中最好的投资机会》（北京大学出版社，2007年），以及《警惕！中国股市虚拟大崩盘》（北京大学出版社，2007年）等，都是中国广大读者耳熟能详的图书。这些图书的出版，用白纸黑字为程教授在过去一些年里对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中外一系列经济大事件的正确预测作了有力的佐证。

——20 世纪 90 年代初期，在有关中国经济未来走向的学术讨论中，著名的《河殇》、《山坳里的中国》曾经因为作者的悲观论点而在国内外“洛阳纸贵”。几乎就在同时，程教授写下了他那本著名的《走出山坳的中国》一书，驳斥悲观派对中国经济“盛世危言”式的描述。就在这本在国内有着影响的代表作里，他成功预言中国经济还将持续高速增长，中国经济这艘“航空母舰”非但不会像国内外那些悲观经济学家所说的那样“要下沉、要崩溃”，而且还会全速前进。他在书中写道：

“本书的作者则‘大胆假设，小心求证’地提出：21 世纪将最终形成‘中国世纪’！1978 年改革开放以来，中国经济增长率一直以平均 9% 以上速度发展，按照对中国和目前经济总量世界排名前九位的未来经济增长率、国内生产总值以及中国人均国内生产总值进行预测，我们得出以下基本结论：中国国内生产总值将于 2005 年超过法国，2006 年超过英国，2012 年超过德国，21 世纪 20 年代超过日本，成为世界第二经济大国；21 世纪 50 年代超过美国，成为世界第一经济大国，跃上世界之最，‘一览众山小’。”①

自 1995 年《走出山坳的中国》出版以来，中国经济十多年的走势有力地验证了程教授当时孤独却非常前卫的观点。他在书中预测的中国经济总量的“赶超”进程甚至在年份上都和现实非常吻合。事实是，2005 年中国国内生产总值超过法国，2006 年超过英国。

---

① 程超泽：《走出山坳的中国》，6 页，深圳，海天出版社，1995。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2012年、21世纪20年代和50年代虽然还没有到，但时间将进一步证实他在书中描述的观点。

——1997年，亚洲金融危机全面爆发。危机是在该年7月最先在泰国发生的，然后迅速向周边国家及地区蔓延，危机波及之广、危害之惨烈，令全球震惊。由于是世界大题材，程教授很快就关注起亚洲金融危机来。1998年年初，他的《亚洲怎么了：亚洲金融风暴全景透视》一书在上海人民出版社出版。就在这本开全国分析亚洲金融危机之先河的图书里，他放言美国经济行将猛烈下挫。同年年中，他因为新书出版的缘故，应邀在上海东方电视台财经频道做客，表达了同样的观点。就在程教授上述图书出版不久，从2000年起美国经济危机便成为21世纪初世界最大的新闻主题之一，美国著名的“硅谷热”引发的21世纪初美国经济危机和倒退是其中最根本的原因。就是从这场危机开始，国际上开始流行起“美国打一个喷嚏，全球就伤风感冒”的说法。这一次美国经济和股市危机一直影响了21世纪最初5年的全球经济。

——2004年，就在中国股市处在最低迷的时候，程超泽教授的《大拐点：站在中国大牛市的新起点上》一书在上海东方出版中心出版。他在书中鞭辟入里地预测道：

“本书的作者认为，中国经济增长内生性变量不断增加，要素生产率和全民发展指标稳步提高，重大经济结构性转型日渐突出。实施全面、协调、可持续发展战略，中国经济开始步入新一轮的成长周期。我们已经感到：中国经济正运行在增长性长波轨迹上，一轮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

气势磅礴的股市反转大行情正向我们悄然逼近。”①

“中国正在兴起新一轮的经济景气周期，如果你不知道中国已经，或正在兴起的大事，那你就等于坐失一次长期参与分享中国经济上升时期发展大红利的千载难逢的良机。”②

“大牛市的到来不是一蹴而就的，牛市初期甚至非常折磨人，股市即使具备了所有牛市条件，也仍需要若干契机，这里面也有很多偶然因素和不确定因素。大盘在反复走高的过程中将伴随着市场主力的不断高位宽幅震荡，但每一次主力意图明显的高位洗盘都意味着诱空，其目的只有一个，那就是为了获取更多长期锁定的战略筹码。只要中国经济持续高速增长趋势不变，大盘震荡攀升的趋势将一直不会改变。因此，前进中的股指回抽所造成的短期背离在中长期走势中必将得到不断充分修复。中国股市在未来历程中也将发生各种大小波折，但这些波折将成为进一步推高中国股市健康规范发展的动力源泉。”③

呐喊是需要勇气的。可在2004年中国股市还处在万马齐喑的当时，他却感到太势单力薄了，呐喊也因此被淹没在一片“中国股市崩溃”的嘈杂声浪中。连他的许多经济学同仁在当时也对他的“股市大拐点”观点大不以为然，说他是“痴人说梦话”。其实，《大拐点：站在中国大牛市的新起点上》书稿于2004年5月已经完稿，在征求出版时因为出版社普遍不看好而几经周折。

① 程超泽：《大拐点：站在中国大牛市的新起点上》，13页，上海，上海东方出版中心，2004。

② 同①，14页。

③ 同①，245页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——开始写那本在全国影响很大的《大财五年：抓住你一生中最好的投资机会》是2005年年中的事。到10月中旬，书稿已进入"竣工"阶段，可出版却成了他最感头痛的事。他在专门经营书讯、书稿交易的网络bookb2b.com上刊登征询图书出版信息，可在很长一段时间里却乏人问津，也没有任何信息反馈，这从一个侧面反映了处在黎明前最黑暗时的中国股市的现状。没有股市行情，又何来感兴趣读《大财五年：抓住你一生中最好的投资机会》的读者?！没有读者，以营利为目的的出版社或出版公司又怎么愿意花血本来出版这样一本书呢?

他决定另辟蹊径，这才有了2005年12月22日在搜狐网自己的博客（http：//840924.blog.sohu.com）上写下的《大繁荣：碎步走向超级长牛市》的博文。文章将业已完成的《大财五年：抓住你一生中最好的投资机会》书稿中最精华部分作了一次清晰的陈述。该文很快就被包括人民网、东方财富、中金论坛等各大著名网络相继转载。就在这篇博文里，他是这样描述行将到来的中国长牛市行情的：

"我们现正处在中国历史上，甚至是世界历史上经济增长和进步最快的一个五年，它的基础是由一些很简单的人口与经济统计学趋势所决定的。中国农村的城镇化趋势、农村劳动力向非农业转移、中部地区崛起、2008年北京奥运会、2010年上海世博会，以及2006~2010年由庞大人口消费及其引发的高生产效率等，都将使中国迎来世界历史上一次最长的经济景气周期。同时，我们现在看到的技术革命是自电力、汽车和电报电话发明以来最重大的一次，它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一次由芯片产生的信息革命，这也许是自15世纪后期印刷术发明以来最为重大的一次全球性变革，它在未来五年的发展过程远没有达到应有的高度。而当前世界上重大新技术的出现，又无一不与中国庞大的人口生命周期相耦合，与中国产业改造相耦合，与中国'十一五'规划相耦合。鉴于此，我们相信，在未来五年，人们将在中国看到世界历史上最大一次股市超级长牛市过程，当然在五年后我们也免不了亲眼目睹一次最大股市萧条期的到来。"

在同一篇博文里，程教授甚至为大财五年都预设了前提条件，他在博文中写道：

"对于未来五年为期的中国股市长牛市，我们的判断假设是：(1) 没有战争或重大自然灾害；(2) 没有全球性经济或金融危机；(3) 中国股市的上涨是建立在证券制度建设有序推进的基础之上，投资人也是理性的。在此假设的基础上，如果我们充分了解了上述的经济趋势和周期，我们就能为行将到来的中国超级长牛市和随后的股市崩盘做好充分的思想、心理和物质准备。我们从现在起就要抓住买入股票的最佳机会，以迎接中国股市最长时间的一次大牛市。"

中国起自2005年年底的那场大牛市的进程在2008年戛然而止。再一次，我们不能不敬佩程教授的治学严谨和具穿透力的远见！他在文中的三个预测前提在2008年中国大牛市进程中都相继发生了，其间国内出现了年初的全国范围的大雪灾；5月，四川发生了震惊世界的汶川大地震；进入下半年，世界资本市场情势急转直下，10月，美国金融大海啸爆发，将国际金融危机推向一个前所未有的危

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

崖。就连第三个预测前提，也被他预设得那样天衣无缝：2008 年的中国大牛市进程同时受到到期的“大小非”① 的顽强狙击和沉重卖压。就在这三大假设的大事件的前后夹击下，中国股市想牛也难呀！

2007 年 1 月，程教授的图书——《大财五年，抓住你一生中最好的投资机会》在北京大学出版社出版。

——2008 年的世界金融和经济危机始料未及，令大多数人大跌眼镜。但对危机的预警再次可以用程教授的图书来加以佐证。早在 2007 年 1 月出版的《长捂不放：牛市震荡中的炒股策略》的图书里，他第一次提到了两个非常重要的观点：(1) 中国股市没有近忧，却有远虑。(2) 危机的可能性主要来自内生性和外生性两个方面。他在《长捂不放：牛市震荡中的炒股策略》一书中总结道：

“当前世界经济局势与 1997 年亚洲金融危机爆发前有惊人的相似之处。不同之处只是当前的国际资产泡沫形成的范围更广。正如股市行情总是结束于市场最乐观的时刻一样，其他资产的泡沫化为乌有也总是让人防不胜防：日本经济危机爆发于美国书店到处可见赞扬日本经济模式书籍的时候，亚洲金融危机则出现在世界银行发表了《东亚奇迹报告》的第二年。有专家认为，在当前的局势下，任何一个不大的冲击都可能会变成引发新一次危机的导火线。而一旦危机来临，亚洲将是重灾区，中国则是重灾区的中心。”②

---

① 指非流通股，即限售股。小非：股改前占比例（5%）较小的非流通股，在股改一年后方可流通。而相对较多的一部分（5% 以上或更多）就是大非，股改后，对股改前占比例较大的非流通股在股改两年以上方可流通。随着“大小非”规定限售年限的解禁，上述大小非流通股完全变成了流通股，从而造成了对中国 A 股市场的冲击。

② 程超泽：《长捂不放：牛市震荡中的炒股策略》，143 页，北京，北京大学出版社，2007。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这两个重要观点后来被作为他在2007年年中完稿、于同年11月在北京大学出版社出版的《警惕！中国股市虚拟大崩盘》一书的最重要的主题生发开来，以再次警示中国股市受内生、外生两个因素的夹击有可能引发大崩盘。值得特别指出的是，《警惕！中国股市虚拟大崩盘》一书出版后仅仅几个月，中国股市大崩盘便开始走上了不归路，上证综指从2007年10月的6 124点最高位，到2008年10月的1 664点的最低位，跌幅高达73%，居全球股市跌幅之首。在这本开国内学界之先河的颇具前瞻性的学术论著中，程教授用仿真的研究方法模拟了中国股市崩盘的全过程。他在该书的序言里这样写道：

“撰写这本书的目的只有一个，那就是警示可能到来的中国股市危机，以及由此触发的金融危机，以此提醒广大投资者，尤其是经常处在信息不对称而后知后觉的广大中小股民，中国的证券市场在未来将如何发展。我要告诫广大股民，我们将会看到历史上最伟大的牛市，但也免不了要目睹股市最惨烈的暴跌。如果我们明白了股市的趋势和周期，我们就能为超级大牛市和随后到来的股市危机提前做好准备。”①

“出现危机的成因绝不是一个，也不是两个，它就像许许多多业已发生的历史事件一样，是无数相互交错的力量、无数个力的平行四边形产生合力的结果。但不管形成危机的因素有多少，危机反映的正是中国证券市场的内生性和外生性的急剧变化：内因是证券市

① 程超泽：《警惕！中国股市虚拟大崩盘》，4页，北京，北京大学出版社，2007。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场的股票价格严重背离公司内在价值，以及不可持续的经济失衡的日积月累触发了股市危机；外因是国际资本快速流动造成的资金流向的迅速逆转，或者是世界经济形势出现了突发性灾变。内生性或外生性的任何一种因素，甚至在内外因素的双重夹击下，市场信心丧失殆尽，于是，股市危机便以激烈的形式爆发出来了。"①

"世界经济的最大风险来自美国经济的可能放缓。多数研究学者认为，作为世界经济动力之一的美国，其经济虽不会走向衰退，但美国经济增速趋缓、能源价格不稳和通胀阴霾，将成为今后几年全球经济图景上的主要阴影。"②

"美国经济可能放缓的主要原因来自其房地产市场正在急速降温。美国房地产市场此轮快速增长缘于美联储 2001 年开始降低利率。据了解，美联储在不到两年时间里一共 13 次降息，将基准利率从 6.5% 减至 1%。低利率刺激了美国房地产市场的快速发展，也刺激房价连创历史新高。据联合国最新公布的统计数字，扣除通货膨胀因素，美国过去 5 年房价涨幅达到了 80%，远高于历史上的其他时期。为了控制房地产过热，美联储又连续 16 次加息。2006 年，美国房地产泡沫开始破裂：新建房屋减少，房价回落。受房地产降温、持续提息效应以及高油价三大因素影响，2007 年美国经济增速从 2006 年的 5.6% 降至 2.5%。"③

今天，回过头来看，我们惊异地发现，中国股市 2008 年的大崩盘走

---

① 程超泽：《警惕！中国股市虚拟大崩盘》，7 页，北京，北京大学出版社，2007。
② 同①，101～102 页。
③ 同①，102 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势和他在《警惕！中国股市虚拟大崩盘》一书中描述和分析的何其相似乃尔，他的预测是如此的精准，又是如此的具前瞻性，如果广大股民读者能事先读到程教授的这本预警大崩盘的书，并相信书中预警的可能发生的事情，他们无疑将成为及早从大崩盘里脱身出来的大赢家。

预见是要冒信誉危机风险的，而正确预见更是非常非常难，但程超泽教授的几本经典之作——《走出山坳的中国》、《亚洲怎么了：亚洲金融风暴全景透视》、《大拐点：站在中国大牛市的新起点上》、《大财五年：抓住你一生中最好的投资机会》，以及《警惕！中国股市虚拟大崩盘》却做到了。

中国股市走过2008年，走到今天，再一次来到了亟待经济学家站出来重新对中国未来股市走势进行盘点式再梳理的十字路口，以正确引导渴求这类趋势分析的广大投资者。我们欣喜地获悉，程教授的新书《熊市布局——价值低估法》已于近期杀青。我衷心地希望能看到他新书的出版，能再次从他新书的精辟论证中获益。就像时间将检验程教授关于过去一些中国和世界经济大事件的预测分析的应验力一样，时间也将检验他在现在这本新书中关于“守望价值投资”的重要观点。

盛天顺
澳大利亚莫乃须大学经济及管理学院教授
二〇〇八年十二月十八日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前 言

在世界现代经济史中从未发生过这样的情况，金融、能源和粮食这三大波及范围广泛的危机同时发生，但在2008年它们同时发生了，且相互影响、相互关联，每一种危机又都对其他两种危机产生叠加效应。于是，随着危机的加剧，世界实体经济遭遇了前所未有的巨大破坏。

这场危机最早爆发在美国，时间是2007年8月。最先明显感知这种变化的当数不动产的房地产部门。2007年第二季度，美国的住房销售额下降了29%，将近200万套公寓和别墅找不到买主。地价进一步下滑。抵押利息的提高和对经济倒退的恐惧让地产部门陷入了螺旋式下降中，给整个建筑行业造成了可怕的影响。所有与之相关的企业现在都处于"飓风眼"当中，失业率随之上升。美国住房抵押贷款市场的日渐疲软迅速波及全世界。这场危机借助金融机构的转化和蔓延能力，使得它越来越像一种无法得到控制的突发性流行病。

在这样的恐慌中，产生了第三次石油冲击，原油价格飙升至每桶140多美元。价格的不合理上涨（1998年每桶原油价格仅为10美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元）不仅是因为不理智需求的增加以及石油的供不应求，它更是国际石油炒家疯狂炒作投机的结果。投资者逃离了房地产泡沫，转移大量资金，因为他们打赌似地认为，原油每桶价格可升至200美元。于是，他们的行为造成了石油金融化。

以下便是我们看到的结果：燃油价格疯狂上涨；渔民、卡车司机、农民、出租车司机和上班族的愤怒之情一触即发。许多国家爆发了大规模示威游行，从事这些职业的人群要求政府提供援助和补贴，并削减税收。

似乎这样的局面给人们造成的阴影还不够，粮食危机也突然而至。据联合国匡算，饥饿正威胁着世界上近10亿人的生活。目前，粮食短缺已经在全世界大约40个国家引发了民众抗议。联合国粮农组织于2008年6月5日在罗马召开峰会，讨论粮食安全，但会议并未就重振全球粮食生产达成一致意见。从金融灾难中脱身的投机者也要为粮食问题负责，因为他们再一次打赌粮食价格将在下一个收获季时上涨。于是，金融化波及了农业。

华尔街，是一条位于纽约曼哈顿的仅500米长的小街。然而在现代社会，它的意义早已超越了一条街道。这里发生的任何波动，都会被高度发达的经济网络和媒体传递到各行各业乃至世界各地。2008年，起源于华尔街的一场金融危机，让美国房地产和汽车两大支柱行业为之变色，也令世界主要经济体风声鹤唳。

在美国老电影《华尔街》中，男主角查理·辛在经历了华尔街金融洗礼后，想起父亲曾经告诉他的一句话：要踏踏实实工作，切实地创造财富。而在现实生活中，很显然，华尔街的金融家们并没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有记住这一点。

华尔街上最出名的，莫过于美国五大投资银行——高盛、摩根士丹利、美林、雷曼兄弟和贝尔斯登。在五大投资银行主导的近75年间，华尔街创造了美国一个又一个金融神话。

2008年年初，贝尔斯登公司董事长兼CEO凯恩提出辞职。批评者认为，凯恩在信贷危机中未能果断采取措施，有“不作为”之嫌。3月14日，美联储宣布，对陷入困境的贝尔斯登提供紧急贷款。但贝尔斯登最终没能“挺”下去。两天后，在美联储的极力撮合下，贝尔斯登以每股2美元的“跳楼价”卖给了摩根大通。美联储则为这笔购并案提供了大约300亿美元的担保。

而后，金融危机的蔓延速度超出了外界的预料，并在9月集中爆发。2008年9月15日，雷曼兄弟宣布破产，雷曼兄弟CEO理查德·富尔德成为千夫所指。《纽约时报》的文章说，从2007年夏天以来，富尔德就曾抱着和普通投资者一样的“抄底”心理，大量购进与次贷相关的金融产品。这使得雷曼兄弟的危机到后来一发不可收拾。直到2008年6月，富尔德仍然对外宣称雷曼兄弟状况良好。当富尔德在最后时刻打电话给他能想到的所有对象寻求被收购时，美国银行、摩根士丹利……没人对雷曼兄弟出手相救。在雷曼兄弟破产的同一天，美林由于出手及时，幸运地找到了一个好买家——美国银行。美林CEO约翰·塞恩亲手将这家有着94年历史的投资银行送进了历史。9月21日，高盛和摩根大通转型为银行控股公司。对于以牺牲更大经营自由而换来的转型，高盛CEO布兰克费恩和摩根大通CEO麦晋桁都认为，这有利于公司在金融市场经历巨变的情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



况下开拓新的业务。至此，美国五大投资银行不复存在。

金融危机从来就不会止步于金融业，美国的汽车业随之受到前所未有的重创：股价暴跌，市值极度缩水；资金紧缺，财务状况告急；高度依赖信贷支持的消费模式四面楚歌。金融危机最终导致引发全球性多米诺骨牌倒塌的金融大海啸。

现在，欧美发达国家经济衰退已成不争的事实，人们越来越担心的是出现全球范围的制度危机，担心全球经济出现全面崩塌现象。虽然我们无法预见危机在未来的冲击将有多深远，但有一点可以肯定的是，这已颇有点像1929年的那场世界经济大危机了。

在世界多重危机的集合冲击下，中国经济能独善其身吗？2008年8月1日，胡锦涛在接受外国记者采访时第一次用“中国发展中的矛盾和问题世所罕见”的话来形容中国面临的任务，表明了中国经济当下的困境和危机。[①] 12月12日，国家发展和改革委员会主任张平在全国发展和改革工作会议上对国内经济形势作出判断，认为当前中国经济下行风险比预想的要严重，经济增速下滑已经成为当前和明年经济运行中的主要矛盾。他认为中国经济减速及其影响表现在四个方面：第一，投资增速下滑，投资后劲不足；第二，工业生产增长放慢，能源、原材料和运输需求下降；第三，房地产和汽车市场低迷，消费热点降温；第四，部分企业经营困难，财政收入形势严峻。

金融大海啸使原本非常脆弱的中国股市更是雪上加霜，出现了

① 《胡锦涛：中国发展中的矛盾和问题世所罕见》，中国新闻网，2008-08-01。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前所未有的连番暴跌。从2008年年初起几乎整整一年，受上述大利空的巨大冲击，中国A股年线被一再击穿，到美国金融大海啸袭来的那段时期，股市利空传言之多，暴跌连续性之强，以及暴跌对中国资本市场整体带来的影响面之广，都是自中国股市开张以来所没有过的。一年多前的10月16日，市场给出了令人幸福得发狂的6 124点高位；而截至2008年10月底，上证综指却再度跌破“政策底”，市场又哭丧着脸给出了1 664点的低位。由于连番暴挫，沪深股市市值从2008年年初的33万亿元跌至年底的不足13万亿元。[①] 大幅缩水的数字背后是大量市场投资者在股票投资上市值的巨额蒸发，以及一代中产阶级的消失。

在如此低迷的市道中，国际资本乘人之危，加大了唱空中国经济和股市的力度，国际著名的福布斯报告竟称A股要跌到1 200点。这样的唱空似乎还不过瘾，它们还胡诌今后10年内中国股市将不会看到6 000点。[②] 国际资本的“司马昭之心”路人皆知，其唱空中国股市的目的还是为了将中小投资者的筹码廉价骗出，在未来中国股市中大捞一把。

就在世界和中国多重经济危机并存，股市岌岌可危，仍处在极端不明朗状态的重要时期，只有傻瓜才会选择进场购股！但价值投资机构或投资人却通常就是在这个时机进场，大胆逢低买入自己心目中的投资标的。在他们看来，底部常常不是通过利好刺激出来的，而是通

① 《2008年沪深股市总市值减少20万亿 9成股遭腰斩》，载《深圳商报》，2009-01-04。
② 《福布斯A股要跌到1 200点 今后10年中国股市将不会看到6 000点》，新华网，2008-07-06。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过利空砸出来的；机会不会随荣景而至，只会继痛苦而来。他们在人皆看衰之际买进，在人皆看好之际卖出。这就是逆市反向操作法，因为惟其如此，才能在低于内在价值和安全边际的价位买入股票。

理性地看，中国股市已出现了超跌。上证综指自 2007 年 10 月的6 124点最高位调整以来，以 2008 年 10 月底最低指数 1 664 点位计算，累计跌幅为 73%，其下调幅度早已超出 2005 年跌至的 998 点的最低点。如果说 998 点是从 2 242 点跌下来，跌幅为 55% 的话，而从6 124 点跌到 1 664 点，跌幅高达 73%，股市市盈率早已与 2005 年的 998 点接轨。应该说，中国股票已跌出了投资价值。截至 2008 年 11 月 20 日，沪深 300 指数的加权平均市盈率（按照 2007 年后三个季度和 2008 年第二季度的财务数据计算）约为 16 倍，而恒生 H 股指数市盈率为 16 倍，美国标准普尔 500 指数的市盈率为 22 倍。"金砖四国"① 中，巴西市盈率为 15 倍，印度市盈率为 16.5 倍，俄罗斯市盈率为 12 倍；摩根士丹利 MSCI 新兴市场指数市盈率为 14.3 倍。因此，综合来看，A 股市盈率不论是与新兴市场，还是与发达国家成熟市场相比较，都已经处于同一水平甚至更低水平。

"21 世纪将是中国世纪"，世界重心正在向中国这个巨型国家倾斜。国际舆论越来越趋向认同，二三十年内外，中国将崛起成为唯一一个超过美国经济体的国家，届时，中国将出现过去 200 年以来最重要的一次结构性大变革。13 亿人的经济体，以年均 10% 的经济

---

① "金砖四国"（BRICs）由美国高盛的经济学家奥尼尔提出，"BRICs" 是由巴西（Brazil）、俄罗斯（Russia）、印度（India）和中国（China）四国的英文名称首字母组合而成，由于 "BRICs" 发音与砖块（bricks）相似，故称为 "金砖四国"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

速度发展和膨胀，从必需品消费、耐用品消费，到最后全民皆股、全民私房，全世界再也找不到一个有着13亿人口这么大的巨型消费市场。巨大的需求将呼唤世界最伟大的中国企业。一个坚定的结论是：中国的伟大崛起，理所当然对应的是中国股市的价格溢价。可以预见，未来10年，中国股票和不动产仍将无视世界景气好坏继续猛烈涨升，我们将会看到股指升破万点甚至两万点的前景。一个价值型投资者，一个可以真正赚大钱的人，看的就是这个结构性多头的改变。只要这一趋势长期不变，就意味着中国股市将长期成为投资者最赚钱的“天堂”。

就在世界和中国经济形势还处在朦胧不明朗之际，先知先觉的价值型投资机构和投资人已跃跃欲试，开始逢低买入中国最优秀的投资标的。无论发达国家的股市，还是在正处于新兴阶段的中国股市，购买价格下挫，尤其是股价猛烈下挫但能提供安全边际的股票，最后总能导致丰厚的投资成果。这就是价值投资的铁律！

逢低买入安全边际投资标的的做法最大的好处是可能使你成为一位逆向操作的投资人。但逆大众反向操作并不是一件容易的事，因为你在报纸上读到的，从电视里看到的，从友人或专家那里听到的，全都和价值投资法则风马牛不相及。价值投资法则认为，买股票的最佳时机，就是在股票最便宜的时候，就是在股价跌至最低谷的时候，例如，1973年和1974年世界石油大危机，1981年美国卡特政府执政4年经济政策的失当和施政的不作为将美国利率推上高峰，2001年美国“9·11”事件重挫华尔街股市。然而，后来的一次次事实证明，1974年、1981年，以及2001年之后数年，无一不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是投资者最佳的投资年份。可以相信，在2008年中国股市数度击穿年线之下买入的中国最绩优蓝筹股，将被证明是最具有投资价值的。在大熊市市道里，逢低买进，无视周遭一片喧嚣，把握住物超所值的优势，这就是本书的作者要告诉读者的。内在价值和安全边际这两项简单的投资原则，就成了本书的主题。

作者在本书中提出了最新“价值低估法”观点，即只要买到一只价值被低估的股票，则你的下半生就吃喝无忧。而在世界经济大危机和股市大熊市的当下，正是买进价值被低估而且被严重低估股票的最好时机。围绕内在价值和安全边际这两项投资原则，作者直接、间接地提供了许多方法，如把投资股票和购屋、买日常用品作类比，通过财务报表寻找价值投资标的，等等。通过“几要”、“几不”，作者指导投资者如何找到最能体现内在价值和安全边际的好公司。同时，作者也提醒投资者要对哪些公司敬谢不敏。

本书的作者也将回答“价值型投资既然好，为什么仍不寻常”的问题。价值投资虽然可行，也能带来丰厚利润，但价值型投资的人在投资市场始终只是少数。我们在投资圈内经常可以看到这样一些怪异现象，即由于巴菲特的成功，很多人都希望和巴菲特的名、他的操作原则沾上边。但在实际操作上，他们又常常受市场影响，无法坚持价值投资原则，从而随波逐流。于是，价值投资经常沦为一种美丽的投资口号。本书作者认为，这是资质问题。鉴于股市的变幻莫测，投资人不知道一只股票的价值，要等一个星期、一个月、一年，甚至更久时间才能显现。许多投资人没有这种长捂的耐心，他们渴望立刻就得到回报，渴望获得周遭相同投资人或亲戚朋友的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赞赏。而选择价值型投资法，实际上是选择了一条人迹罕至的路，因为多数人都敌不过人性的弱点，他们急功近利，既贪婪又容易害怕，无法在最好的时机出手逢低买入投资标的，然后像投资企业一样投资股票，耐心做长期的价值投资者。

本书延续了美国“价值投资之父”格雷厄姆、巴菲特等投资大师的思考逻辑，用浅显易懂的文字和生动的实际案例，给读者提供了简单明了的投资思维。只要读者能秉持书中的方法，设定纪律并严格执行，求取符合自身条件报酬的最大公约数，他们成为股市持续赢家的路就不再遥远。

在世界股市大熊市之际，你做好了“在人皆看衰之际买进”的准备了吗？在本书的最后，作者试图告诉广大读者的是，如果自2007年年底至今的股市大震荡、大波动打乱了你的投资计划，以价值型投资作为初衷的你是否到现在还在坚持最初的价值投资理念呢？如果否的话，我想说，几年之后，你可能会为2008年自己贸然改变初衷的投资行为而后悔莫及，你将发现：2008年的暴跌将被证明只是股市上行轨迹的一个凹口。为了躲避它，你几乎费尽心机；事后，你发现自己抛弃了原本正确的投资思想，也抛弃了手中最伟大的中国投资标的企业，没有在最艰难困苦的时候坚持捂住或积极调仓买进，从而当下一波经济荣景突然而至的时候坐失了本该逢低买入，然后昂首走向辉煌的投资机遇。而这样的逢低买入的机遇在你的一生中又会有几次呢？[①]

① 程超泽：《暴跌将被证明只是股指上行轨迹的一个凹口》，http://840924.blog.sohu.com/，2008-12-05。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录

1　第一章　股价下挫是一把双面刃
2　看穿意外事件的影响
5　把握狂泻之机
8　找对的下坠的刀子接
9　看投资大师如何接下坠的刀子
14　勇者大发利市

17　第二章　买股票就像平日里买特价商品
19　价值投资等于捡便宜货
20　选择价值股的操作步骤
23　天上不会掉馅饼
24　究竟什么投资最佳
26　巴菲特的巨大成功是否幸运巧合

29　第三章　价值投资只愿意支付内在价值
30　内在价值是对客体的主观判断

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

33 内在价值何以如此重要
35 利用股市情绪波动创造投资机会
37 第一条，不亏损；第二条，参考第一条
38 在内在价值的三分之一或更低时买进
39 内在价值的 N 种优势

41 **第四章　利用低价获利**
43 股票比国库券好的原因
45 学习购并者的价值评估法

49 **第五章　用高折扣价买进：一些案例**
51 格雷厄姆的净流动资产法
53 德雷曼：购买各类股中低价股
54 肖内西的“有效方法”
57 内夫的“哀愁价值”法
58 施洛斯的“斯巴坦式投资”法
60 多头市场里价值法则有用吗

63 **第六章　放眼中国以外的地区**
65 全球化发现潜在新机会
68 在全球范围里寻宝
70 选择发达国家的股票
72 新兴市场不怎么“兴”

75 **第七章　注意那些了解内情的人**
76 内部人买股信号

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

77 重要投资人的意向

79 第八章 用现代方式寻宝
80 计算、分析是基本功
83 善用网络搜索引擎
84 参考名家、精英的清单
85 凭线索发掘隐藏价值

87 第九章 对这样的股说“不”
88 避开债务过重的公司
90 拒绝劳资纠纷多的公司
92 别碰财务报表复杂的公司
93 如果不了解、不安心，请敬谢不敏

95 第十章 看资产负债表
96 了解公司状况
96 定义资产负债表
98 几项主要财务指标的计算及其意义
100 阅读资产负债表的几个要点
101 从资产负债表中作出判断

103 第十一章 以损益表检视赚钱能力
105 毛利率最好稳定
107 剔除特例营业收入和亏损
108 注意稀释后的每股盈余

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

108 观察周期走势和发行股数
109 留神资本报酬率
110 无法了解最好选择放弃

113 第十二章　初步价值测试
115 开源节流能力
117 亏损和成长的比例
121 在业界地位如何
122 自家人的看法和做法

123 第十三章　投资是马拉松，不是百米赛
124 想赢就不能缺席
126 多数人是买高卖低
127 算准时机的概率等于零

129 第十四章　预测市场无效
131 预测股市，就跟预测天气一样
133 分析师预测市场线路图
136 公司预测能力不比别人强
138 一大堆预测失败的例证
142 呼唤投资股市的创新模式
146 市场的不可测性

149 第十五章　买下长抱
150 你多老，有多少钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

152 股票和债券的差别
153 投资能否赶上通货膨胀的脚步
155 养老可参考大学文教基金操作
157 周转是复利的敌人

161 **第十六章　挑选基金经理人**
162 认识证券投资基金
165 选择绩优基金
167 基金投资：长线是金
170 基金投资的五大步骤
173 基金理财中的四大金律

175 **第十七章　与众人背道而驰的勇气**
176 价值型投资具长程效应
177 为什么使用的人这么少
178 不时被称为“傻子”
180 大多数人求的是速度
180 买卖的多，赚进的少
182 常保稳定心态才能制胜

185 **第十八章　坚持到底**
186 近20年的产业消长
187 以盈余取代资产的新观察法
189 购并价值模式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

190 最难的是有耐心

191 第十九章 别信我的一面之词
192 美股
195 全球股市
196 从输家到赢家
197 内线人士买股
199 最新观察

201 第二十章 在大熊市逢低进场
202 对未来中国经济的梳理和研判
206 用理性重新审视 A 股的投资价值
212 史上最大一次超级牛市在筑底发酵中
217 寻觅下一波增长荣景的大牛股
222 做一个合格的中国价值投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章

股价下挫是一把双面刃

- ✓ 看穿意外事件的影响
- ✓ 把握狂泻之机
- ✓ 找对的下坠的刀子接
- ✓ 看投资大师如何接下坠的刀子
- ✓ 勇者大发利市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

孩子在夜间听到奇怪声响时，往往会想到各式各样可怕的事，如妖魔鬼怪，在雨幕掩护下伺机而动的怪兽，等等。暗夜传来的异响，能让孩子吓得直奔父母那里，或者干脆就躲进正在熟睡的父母的被窝里。怪兽虽然是想象出来的，但在孩子的心目中却格外真实。孩子这种恐惧并不理性，他们的惊惶飞奔也成了一种过度反应。无独有偶，这种恐慌在成人身上也有惊人相似的表现。当市场惊传异响时，成年投资人，无论是散户还是所谓的专业投资人，反应大抵和孩子是一样的。市场因政治或经济资讯而产生恐慌性暴跌时，这类事件层出不穷。基于同样的理由，个股和类股往往因财报盈利不如预期，或由于不可预知事件而重挫。当股价猛烈下挫，原本正是投资人摩拳擦掌进行选股和逢低买进的大好良机，但现在，他们却与市场一起恐慌，匆忙非理性地抛售，只求落袋为安。其实，风险往往出在你支付的价钱上，而不在股票本身。

看穿意外事件的影响

无论市场兴衰，买进低本益比股票总有好处，只不过一旦碰上熊市，投资者的投资可能要多等一些时间才能取得回报而已。低本益比策略的精华所在，是它迫使投资者在股价便宜、畏惧股票情绪高涨的时候购进股票。20 世纪 70 年代初期，全球经济泡沫破裂，油价高涨；卡特执政期间重大的经济失误导致 80 年代初美国经济的苦痛：通货膨胀率高企，利率调涨，企业执行长官无不担惊受怕，怕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们的公司可能就此倒闭。在这段时期，企业纷纷削价求售。然而，这期间也同样提供了一些历史上最佳的投资购买股票的良机。

沙特阿拉伯王子阿瓦立德的“花旗之战”是又一个例证。1990年前后，花旗银行因房贷和拉美业务的拖累而陷入困境，当时许多人疯狂出逃，股价掉得一塌糊涂。这时阿瓦立德反而不断注资增持。4年后，花旗银行终于渡过难关，有着坚定信念的阿瓦立德成为最大的单一股东，十几年后又成了最大赢家，一举收获近百亿美元，占他全部身家的一半！阿瓦立德说他总是在寻找同样的东西，那就是国际上知名的公司，它们拥有健康稳固的根基，却陷入了暂时的困难之中。这样的机会不会随荣景而至，它们只会继痛苦而来。

2008年，中国A股市场遭逢了自2005年长牛市以来的最大一次低迷。在此期间，美国次级贷款案继续发酵，造成全球股市连番暴跌。国内投资人由此对美国经济萧条可能影响中国经济前景，中国经济前景可能影响上市公司前景感到悲观。屋漏偏逢连夜雨。经济不景气、高通胀、高利率，又遇到了百年一遇的雪灾以及嗣后的四川汶川大地震。上市公司的融资潮也在这个时期出现，同时出现的还有限售解禁的高潮。2008年3月下旬又是台湾地区领导人大选的日子，政情吃紧，使市场机构主力更无心恋战。

然而，无论是美国股市，还是未来的中国股市，所幸的是这类时期从一个历史长河看，总是例外的，总是非常短暂的。在大多数情况下，世界总是不断进步的，经济增长高潮迭起，股市也总呈现出线性向上的发展趋势（见图1－1）。就像市场可以走上极端一样，个股价格也能走上极端，在不断消长的周期中，公司也不断经历价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值低估与价值高估周期。价值型投资者在这种交替的周期里，利用股市情绪波动不断地创造着投资机会。他们耐心等候着，当股票市值低于内在价值时买进，等到市值高于内在价值时再将同样的股票卖回市场。2008 年中国 A 股市场在经历了旷日持久的大调整和大震荡后，迎来了在内在价值以下购入股票的一次不可多得的良机。

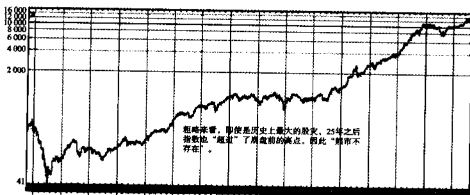


图 1－1　股市线性向上的发展趋势（一）

曲线上尽管跌宕起伏，但总的趋势一直向上，按照道氏理论，只要“一浪高过一浪”就是牛市，因此从长期趋势看将得出：“股票市场上只有牛市，没有熊市”（见图 1－2）。

低本益比股票一般是市场不看好的公司的股票，或许由于它们在不景气期间业绩重挫，或许只因为它们失宠，或因为市场另有更抢眼的投资标的，股市认为它们的获利前景不甚亮丽。高本益比股票通常成了市场的香饽饽，一切进展顺利，股价扶摇直上。投资人甚至相信他们的丰厚报酬将持续多年，源源不断。然而，世事难料，变化无常，股市变盘随之到来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

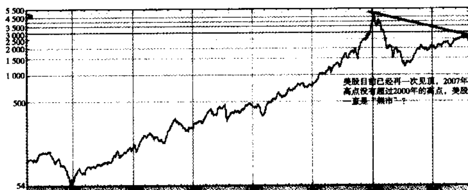


图 1－2　股市线性向上的发展趋势（二）

其实，投资世界大抵与人生并无二致，也充满了正负两面的惊奇。了解这些非常规的意外事件对股价的影响非常重要。各项研究表明，当一只低本益比、市场看衰的股票出现令人失望的消息时，效应通常微不足道，市场对坏消息早有预期，无须进一步压低股价；反之，当一只看衰的股票出现令市场称奇的好消息时，股价会应声而涨。被市场看好的股票情况正好相反，即便是发表了亮丽的季报或年报，股价也未必上扬，因为它的股价早已充分反映了好消息的预期；而一旦出现坏消息，所有原来被市场看好的股票也将遭受重挫。中国 2007 年“5·30 长黑”、2008 年的大调整，美国在 21 世纪初科技股重挫 90% 以上，所有这些都殷鉴不远。

把握狂泻之机

我十多年的投资生涯中，见过不少股市抛售，包括几次重挫，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如 1987 年华尔街崩盘在美国引起的短暂恐慌。1987 年 9 月，美元利率持续上升至 6%，10 月 19 日，道·琼斯工业平均指数一天暴跌约 500 点，跌幅高达 20%，股票历史上称之为“黑色星期一”。这次美股大跌的冲击波立即殃及全球股市，当时不少人担心这像 1929 年 10 月“黑色星期四”一样，可能成为引发世界经济大危机的导火索。美元一路下跌，因为日元和中国台湾地区新台币升值，日经指数和台湾股市指数调整历时约一年之久，跌幅分别为 37.8% 和近 50%。在股市一片低迷的时候，绝大多数投资者都没有意识到，当后来美国金融市场回暖时，日经指数一路攀登，不但收复失地，而且接连不断创出新高，于 1989 年 12 月 29 日攀升到最高 38 915 点。台湾股指也于 1990 年 2 月 1 日达到 13 608 点的历史高峰。

中国股市从 1990 年诞生到 2005 年的 16 年间，共发生过 3 次跌幅超过 50% 的大调整。第一次是 1992 年 5 月从最高的 1 429 点跌到 11 月最低点——386 点，半年跌幅超过 73%。而到 1993 年 2 月，最高点到达 1 558 点，不到 4 个月的时间里不仅收复了失地，还创出了新高。第二次下跌是从 1993 年 5 月最高的 1 380 点，到 1994 年 7 月最低的 325 点，其间经历了 15 个月，跌幅超过 76%。但到了 1997 年 5 月，最高时涨到 1 510 点。此后，大盘持续上涨，一直上涨到 2001 年 6 月的最高点2 245点。第三次是从 2001 年 6 月的最高点 2 245点到 2005 年 6 月最低的 998 点，4 年内跌幅超过 55%。但到 2006 年 12 月底，市场收于 2 675 点，而且像第二次一样，大盘从此持续上扬，一直上涨到 2007 年 10 月的 6 124 点的最高点位。

1997 ~ 1998 年的亚洲金融风暴引发的东南亚诸国股市崩盘的多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

米诺骨牌效应可谓记忆犹新，接着是2001年至2002年西方科技股增长幻灭引起的股市重挫，2001～2005年中国A股从2 245点非理性的绵绵不绝的下跌，以及最近一次，从2007年年底到2008年9月的中国股市大调整。然而，每一次事件中，股价的狂泻都为价值型投资人带来了不可多得的投资良机，让他们得以用比重挫前便宜许多的价格买到自己心仪的股票。当周遭人等都因新闻报道而恐慌唯恐避之不及的时候，价值型投资人却勇敢地把握了这种良机，大举购进股票，并因而在之后股价反弹时获利。要知道，真正有投资价值的上市公司，股价即使一时下挫也终将反弹。这一点很重要。根据我的经验，只要基本面健全，这些股票总会回升反弹。

这种把握暗夜惊传异响的良机，进场收购股票的做法，就像价值型投资机会的其他特性一样，有许多不胜枚举的相关投资成果研究。当然，这类研究大多发生在经济发达国家，以欧美为主。从1932年直到不久前，各式研究证实，好的公司即使暂时走背，终究仍会重振，而且一般在一段合理时间过后，就能有相当不错的表现。

在华尔街，流传着这么一句话：“接一把坠落的刀子很危险。”但即使在股价年内跌掉六成，破产和倒闭率跃增4倍的市场里，机会仍然俯拾皆是。别忘了，价值型投资有一项铁律，那就是常保安全边际。如能坚守安全边际原则，你就能降低买到“地雷股”的风险，强化投资组合表现。但如果是一把粗制滥造要价过高的刀子坠落时，千万不要去接。

由著名学者和多位美国财政部长作出的这些研究，与我从事投资多年的经验不谋而合。当1973年至1975年美国熊市期间，股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均跌幅高达60%，原先的市场宠儿，即所谓的美国标准普尔50杰，在灾情最惨烈之际，许多投资人对它们可以说信心涣散。但这场股灾也造就了美国资本市场中一次千载一遇的价廉物美的低吸良机，就是因为这次机会让著名的投资大师——沃伦·巴菲特欣喜不已。他在1974年11月1日《福布斯》刊出的一篇访谈中，形容自己就像“一个超级性感猛男进了女儿国”一样。他在熊市尾声时说，现在是进场投资股票发财的大好时机。然而，一般投资人与许多专业人士却因不堪熊市的折磨，谈股生畏，不肯进场，终致错失这次自20世纪50年代初以来大概20多年的低吸良机。

找对的下坠的刀子接

找对的坠落的刀子来承接，可以用低价买到优质股票。美国运通（American Express）就是一例。在“9·11”事件后，投资人普遍认为美国运通过于依赖空中旅运，其股价于是从一年前的55美元高点跌至25美元，跌幅高达50%之多。但精明的投资人知道，旅运虽然是美国运通的主业，但美国运通卡在全美甚至北美如加拿大等加油站、杂货店，甚至著名超市大卖场——沃尔玛（Wal-Mart）等尽皆通用。“9·11”事件爆发前，美国运通卡发卡数持续攀升。美国运通尽管可能要面对一些涉及空中旅运的挣扎，但却是一家非常赚钱且股价仅及每股盈余12倍的良好公司。精明的投资人当然不会错失如此良机，因为他们知道，如此优质的公司难得如此低价求售，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更何况信用卡业务带来的源源营业收入还能提供良好的安全边际。这些投资人果然在买进数年之后获得丰厚的回报。

无论在学术殿堂，在研究人员那里，在华尔街喧嚣的世界，还是正处在新兴阶段的中国股市，购买价格下挫，尤其是股价猛烈下挫但却能提供安全边际的股票，最后总能导致丰厚的投资成果。投资大众，甚至一些专业投资组合经理人，虽然不愿意在市道低迷的时候冒险承接悬崖式下坠的股票，但逢低买进的价值型投资人的我，则认为购股良机就在削价求售和股价跌创新低的标的名单中，而不在那些风光十足的高价股上。

看投资大师如何接下坠的刀子

沃伦·巴菲特

1984 年到 1986 年，美国股市持续大涨，累计涨幅 2.46 倍，道·琼斯指数从不到 1 000 点上涨到让人吃惊的 2 258 点。就在人们陶醉在股市连续 5 年持续上涨的喜悦之中时，一场股灾突然降临。

1987 年 10 月 19 日，这是历史上第一个“黑色星期一”。一天之内，道·琼斯指数跌了 508 点，跌幅高达 22.6%。股市暴跌，巴菲特的伯克希尔公司股票也未能幸免。巴菲特个人 99% 的财富都是他控股的上市公司伯克希尔公司的股票。暴跌这一天之内，巴菲特的财富就损失了 3.42 亿美元。在短短一周内伯克希尔公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股价就暴跌了25%。那么，身处股市暴雪中的巴菲特是如何反应的呢?

暴跌那一刻，巴菲特可能是整个美国唯一一个没有时时关注正在崩溃的股市的人。他的办公室里根本没有电脑，也没有股市行情机，他根本不看股市行情。整整一天，他和往常一样安静地待在办公室里，打电话，看报纸，看上市公司年报。两天后，有位记者问巴菲特“这次股灾崩盘，意味着什么”的时候，巴菲特的回答只有一句话：“也许意味着股市过去涨得太高了。”巴菲特没有恐慌地四处打听消息，也没有恐慌地抛售股票，面对大跌，面对自己的财富大幅缩水，面对他持有的重仓股大幅暴跌，他仍像往常一样平静。原因很简单：他坚信他持有的这些上市公司具有长期持续竞争优势，具有良好的发展前景，具有很高的投资价值。他坚信股灾和天灾一样，只是一时的，股灾终将会过去，股市将恢复正常，他持股的公司股价也最终会反映其内在价值。

巴菲特是一个非常谨慎的人，轻易不买股票，只有在他非常有把握的情况下才会重仓出手。巴菲特说：“我把确定性看得非常重。承受重大风险的根本原因在于你事先没有考虑好确定性。”①

巴菲特追求的确定性，并不是来自股市的波动和股价的涨跌：“我从不试图通过股市赚钱，我们购买股票是在假设它们次日关闭股市，或者在5年内不重开股市的基础上。”②

---

① 郑旭光编著：《如何看待股票市场：巴菲特论语四》，百度网（www.baidu.com），2007－11－29。

② 《沃伦·巴菲特投资金语》，载《理财周刊》，第34期，2001－11－29。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特追求的确定性一是来自公司内在价值的持续增长。他坚信价值最终会决定价格："市场可能会在一段时期内忽视公司的成功，但最终一定会用股价加以肯定。正如格雷厄姆所说，'短期内市场是一台投票机，但在长期内它是一台称重机'。"①

巴菲特追求的确定性二是来自安全边际，也就是买入价格和内在价值之间的差距。巴菲特坚信，安全边际是投资成功的基石，只有足够的安全边际才能提供足够的投资安全保障："铺设桥梁时，你坚持可承受载重量为3万磅，但你只准许载重1万磅的卡车通过。相同的原则也适用于投资领域。"②

经历了多次重大股灾的巴菲特毫发无损的原因是，他非常谨慎，从不打无把握之仗。巴菲特始终牢记他老师格雷厄姆传授的两个基本原则：第一，永远不要亏损；第二，永远不要忘记第一条。很多人买股票时，根本不考虑万一，而巴菲特多年从事保险业务，他不但考虑万一，还考虑多种万一的情况，甚至他把"9·11"特大恐怖事件和核战争这种万一中的万一也考虑在内。巴菲特认为灾后要耐心，不要去抓正在跌落的小刀，而要找对正在到来的投资良机。在他看来，急于抄底，很可能抄到手的是一把正在跌落的小刀，而且你抓到手的往往是刀刃，而很少是刀把。回顾巴菲特在股灾中的表现，你会发现，巴菲特根本不会急于抄底；相反，他会非常耐心地等待等待再等待。

巴菲特在1969年美国大牛市来临之前就退出了股市，没想到

---

① 《沃伦·巴菲特投资金语》，载《理财周刊》，第34期，2001-11-29。
② 《学习巴菲特》，新浪读书，新浪网（www.sina.com），2008-02-22。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1970 年股市调整后又迅速反弹，1971 年、1972 年股市继续大幅上涨，巴菲特不为所动，继续耐心等待。1973 年，美国“漂亮 50 股”股价大幅下跌，指数下跌近 15%，市场摇摇欲坠。1974 年 10 月初，道·琼斯指数从 1 000 点狂跌到 580 点，到年底时美国股市已大跌 26% 以上，大盘两年下跌 40%。很多上市公司眼睁睁地看着自己手中股票的市值跌了一半。美国几乎每只股票的市盈率都是个位数，这在华尔街非常少见，没有人想再继续持有股票，每个人都在抛售股票。巴菲特在股灾中一直等待了两年，等到市场极度悲观，等到股市跌到所有人都恐惧时，他再次重回市场，开始贪婪地低价买入。

在 2000 年网络科技股泡沫破裂后，巴菲特一直忍了 5 年才重新大举进入股市。巴菲特不急于抢反弹，他要的不是短线投机小利，而是长期价值投资的大利，因此他耐心地等待股市一跌再跌：“只有资本市场极度低迷，整个企业界普遍感到悲观之时，获取非常丰厚回报的投资良机才会出现。”[①]

巴菲特的一段投资名言是：“恐惧和贪婪这两种传染性极强的流行病的突然爆发，在投资世界永远会一再出现。这些流行病的发生时间却难以预料。由它们引起的市场价格与价值的严重偏离，无论是持续时间还是偏离程度也同样难以预测。因此，我们永远不会试图去预测恐惧和贪婪任何一种情形的降临或离去的时间。我们的目标是相当适度的，在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪。”[②]

---

① 转引自《做一个价值投资的实践者》，泰无聊网（www.T56.net），2008-03-30。
② 李志起：《如何面对股市的恐惧和贪婪?》，http://www.umgr.com/，2007-05-14。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

彼得·林奇

真的会崩盘？林奇用历史数据告诉投资者，崩盘是不可能的，根本没有必要急于割肉。在美国股市股票投资收益率战胜其他投资品种的这70年间，曾经发生40次超过10%的大跌，其中又有13次属于令人恐怖的暴跌，跌幅超过33%，其间还经历了有史以来最大的暴跌，即1929年到1933年的股市大崩盘。在这40次暴跌中，即使你预测到其中的39次，并且在暴跌前卖掉了所有股票，最后也会后悔万分，因为即使是跌幅最大的那次股灾，股价最终也涨回来了，而且涨得更高。既然股市最终会涨回来，何必恐慌得割肉呢?!

股市大跌，是应该减仓甚至退出股市，还是应该继续长期持有？林奇的回答是：要想在股市中赚大钱，关键是不要被吓出去。成功的投资者必须有坚定的信心，绝不轻易退出。坚定的信心来自两个方面：一是相信经济会持续增长。林奇认为，投资者必须对国民经济有充分的信心，坚信股市会随着经济增长而持续增长，坚信上市公司会继续为股东赚钱，新的公司会一批又一批地出现，取代那些失去活力的老公司。二是相信股市波动的历史规律，即所有大跌都会过去，股市永远会涨得更高。

历史告诉我们，股市大跌其实是好事，因为它让我们又有一次能以很低的价格买入那些很优秀公司股票的好机会。但需要指出的是，抄底买入并不像我们想象的那么简单。林奇说，想要抄底买入一只下跌的股票，就如同想要抓住一把下坠的刀子。想要抓住一只迅速下跌的股票抄底，有可能不但抄不到底，还会连你的老本都输个精光。因为你错以为已到底部，其实根本不是底部。通常来说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更稳妥的办法是，等刀落到地上后，晃来晃去一阵后停止不动了，这时再抓起这把刀子也不迟。

避免由于过于悲观而被吓得抛出股票的最简单、最实用的办法就是：每个月定期定额买入股票，或者买入基金。如果你仍然对股市的未来不确定，请牢记林奇的三个忠告：缓割肉，长持有，慎抄底。

勇者大发利市

20 世纪 80 年代，我在美国科罗拉多州立大学攻读硕士，见到一些大型公用事业因过度投入核能发电而惨遭亏损，美国几家最大的电力公司陷入财务困境，其中多家为谋渡过难关甚至被迫申请破产保护。在三哩岛（Three Mile Island）核电厂事件后，人们对美国核能发电的兴趣完全停止，几乎没有基金经理人或个人投资者愿意投资这些公司。但之后 10 年，新罕布什尔公共服务（Public Service New Hampshire）、海湾诸州电力（Gulf States Utilities）以及新墨西哥电力（Mexico Power）等公司逐渐克服难关，反亏为盈，当初敢于投资这些公司的少数勇者也因此大发利市。

20 世纪 80 年代末期和 90 年代初期，美国垃圾债券龙头 Drexel Bunham 式微，高息债券市场内爆，加以房地产价格暴跌，造成储贷危机。这场危机从较小型储贷机构延烧到美国最大的几家银行，美国银行（Bank of America）、大通曼哈顿银行（Chase Manhattan

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Bank）等著名银行股价纷纷重挫，甚至跌破账面价，市盈率只有一位数。富国银行（Wells Fargo）由于与暴跌的加利福尼亚州房地产市场牵连过深而受创尤甚。之后10年，经过为股东带来厚礼的合并潮，银行业浴火重生。那些在储贷危机期间肯下工夫研究并投资银行的投资人最后都满载而归。只要敢于接下别人在惊慌失措时抛出的好股，其实发财不难。

比尔·克林顿在1992年就任美国总统，后任命他的妻子希拉里·克林顿主持一个委员会研究医疗保健改革。之后，这个委员会提出了一项大幅限制制药业获利的方案。消息一出，所有大药厂的股价立马应声暴跌，其中以强生（Johnson & Johnson）等为首的一些世界级著名公司的股价，更是创下了市盈率仅为12倍的新低。强生不仅生产Band－Aids和Tylenol等消费者产品，更重要的是它还制造处方药。那时，大多数投资人对制药类股避之唯恐不及，但就在同时，也有少数精明的价值型投资人知道，经过暴跌洗礼后投资强生机不可失，时不再来。他们发现，强生的股价反映的仅是它在消费者产品业务方面的获利能力，这时如果买进强生，等于免费获赠它的处方药制造业务的获利能力。后来希拉里的方案在全国一片反对声浪中胎死腹中，强生和其他制药公司股价大涨，为少数敢于“吃螃蟹”冒险的投资人带来厚礼。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

买股票就像平日里买特价商品

- ✓ 价值投资等于捡便宜货
- ✓ 选择价值股的操作步骤
- ✓ 天上不会掉馅饼
- ✓ 究竟什么投资最佳
- ✓ 巴菲特的巨大成功是否幸运巧合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



纯粹的价值型投资人必定也是纯粹的价值搜寻者，他们对好商品，不论是在外面吃一顿晚餐，在超级市场里购买各种商品，还是在车市里挑选新车，在房市里寻找自己喜爱的房子等，都不愿支付超额价格。那么，又如何分辨价值型投资人和非价值型投资人的异同呢？我们从日常生活中就可以看到这两者的区别。

- 价值型投资人会去花 3 元租一盘录像带，而不会跑到电影院支付几十元看一场同样的电影。
- 价值型投资人会等待丰田或福特车降价促销时才换新车，而不会在新车型刚面市的时候就赶去凑热闹。新款车将意味着要支付多得多的钱。
- 价值型投资人会购买一包简装无牌子的麦片，而不会去买一盒包装精美、价格很贵的品牌麦片。
- 价值型投资人会在春天来临时以 5 折买进冬衣，等来年冬天时穿，而不会在冬天时跟着大家一样冲到商店里高价抢进冬衣。
- 价值型投资人不会购买标价几百元的比妮填充玩具，而会以更低的价格买下仍然会使小孩玩得很尽兴的普通玩具。

这些消费行为模式和投资有无关联？有！上述各例中，价值型消费者总是会去寻找低价买进的机会，或去寻找价格较低的替代品。我们绝不应将这类行为视为贪图小便宜，相反，他们的消费行为反映了不愿意为商品支付超过“公平市场价格”的价值观念。当然，公平市场价格这个概念是难以捉摸且又十分主观的，要设定一个公平市场价格，就必须在买进前判断该商品的价值。例如，在决定租借录像带而不去电影院时，消费者就必须设定花几十元看一场电影

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实在太贵的观念。自然，花3元租借录像带就完全可以接受。同样，消费者不去购买标价30万元的别克轿车，但两个月后当其价格大降了2万元之后，消费者就会觉得它物超所值了。事实上，上述例子有其共同点，即以低价买进好的商品，或者买进同质的替代品，这比高价抢进同样的东西要划算得多。

价值投资等于捡便宜货

价值投资的理论根基在于：股票定价低于价值的暂时性偏差总是存在的，而且，市场最终必将认识到这一偏差的存在，并促使市场价格上升到反映其内在价值的水平。这就带来了价值投资的机会。越是市道不好的时候，这种偏离程度越是超乎我们的想象，因而未来盈利空间就越大。

股神巴菲特最异于常人之处其实不是对于股票这种虚拟经济物有多深理解，而是他把股票当做普通商品来对待，和超市里的可乐、火腿肠没有本质区别。这就让我们很容易将日常生活中的经验应用于股票投资："无论是买什么东西，大多数人最看重的，还是这些东西是否物有所值。当价格下降时，他们就会多买一点自己喜欢和需要的东西。"①

买股票其实和买打折电器没有太大分别，只要有耐心，就有机

① 克里斯托弗：《投资的头号法则》，中文版，131页，广州，广东经济出版社，2008。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会买到价廉物美的好东西。价值投资的精髓就这么简单直白，一点也不玄奥神秘。遗憾的是，多数人在股票市场上却一反常态。“当市场扶摇直上的时候，投资者总是习惯于把赌注下在这些热门股能永驻高峰。于是，一旦它们停下疾驰的步伐时，投资者自然要深受其害。”①

这不是特例，统计数据也证明，价值型基金的长期回报率是最出色的。这不仅仅适合于美国境内的投资，同样也适用于对国外股票的投资。对包括巴菲特在内的 7 位超级投资大师的调查显示，他们都有一个共同的理念，就是只买入价格低于价值的股票。也就是说，买进打折的股票。格雷厄姆比较保守，他寻找的是折扣不低于六折的好股票。本书作者十多年的投资经历表明，买进便宜股票一直都是我的最佳生财之道，好企业的折价股票更能带来出人意料的超额回报。

价值投资最难掌握的技术在于如何发现和评估价格低于价值的股票。只要找到了这样的投资标的，从长期来讲，其价格至少会达到甚至超过价值，因此不会有损失，只是需要考虑折价的空间是否足够大，以及时间因素造成的盈利的折现值和通货膨胀。

选择价值股的操作步骤

技术投资者通常依据图表显示的信号买入，企求能在股价下跌

① 光大保德信：《把握市场内在价值》，中国证券网，2008－04－28。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前及时出手。但这种投资策略所需的知识和预见力并非一般人所能拥有。价值投资者，往往是在市价收益比（市盈率）最低时买进。那么，在购买股票的时候，支付的价款相对于收益越低，未来的收益水平就应该越高。

尽管只将市盈率作为选股依据近几年受到了广泛批评，然而，无论是在牛市还是在熊市，买入低市盈率股票的投资策略都能行得通。无论在学术领域，还是在喧嚣纷乱的中国股市里，买入能提供安全边际的下跌股票都能带来投资的成功，这几乎已经成为一种共识。

对比行业内上市公司的平均市盈率，先划定一个可供选择的股票名单，我们便可以着手研究这些股票是否真的物有所值了。首先，从资产负债表开始入手。资产负债表是一个公司最有效的“病例记录”，可以精确地说明公司当前的流动状况和财务状况。资产负债表要关注的是流动资产和流动负债，长期资产和长期负债。一个能反映企业偿债能力和持续经营能力的指标是权益负债率。

资产负债表只是分析的起点，主要目的是了解企业是否存在严重问题，其恶化程度是否已经超过我们最初的判断。在评价资产、负债以及营运资金绝对数量的同时，了解它们各自的变动趋势，也可以为我们认识一个企业的财务状况是否健康、前景是否光明提供一种有价值的信息。此外，对比同行业中不同企业之间的杠杆比率，还可以说明其竞争地位及其抵御市场波动的能力。

如果一家公司有坚实的财务基础，下一步就可以着手检查它的损益表了。分析损益表最顶部的收益增长率，它可以帮助我们认识

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业的业务发展情况如何。在分析了收益之后，再来看一下损益表的费用。在考虑到全部费用并计算出净利润之后，我们就可以计算用于评价股价的每股收益。损益表中最能说明问题的，是各项指标在5～10年的变化趋势。收入到底是在增长，还是在下降；收入是否体现出周期性，比如那些受经济形势影响的公司；利润是否在增长；是否存在大量可用来操纵或粉饰经营状况的一次性费用或收入？

为了选出真正的价值股，还应该对候选对象进行更详细的剖析。首先，需要深入认识这些公司的运作状况和竞争态势。回答这些问题，可以帮助我们更深刻地认识这些公司，以及它们作为投资对象所具有的潜力。

公司产品的基本定价状况如何；能否提高产品售价；公司能否增加销售量；目前的销售量状况如何；公司能否在维持现有销售量的情况下增加利润；毛利润在销售额中的占比情况如何；在价格、业务组合或是销货成本中的特定成本发生变化时，毛利率可能会增加或是减少多少；公司能否控制其费用支出；营业费用占销售额的百分比如何；费用是否有所变化，如果有的话，是如何变化的；如果公司提高了销售额，其中有多少会形成最终的利润；公司是否能保持原有的盈利能力，或者说，至少能达到其竞争对手的盈利能力；公司是否存在以后不需支付的一次性费用支出；公司是否存在可以放弃的亏损业务；公司能否对证券分析师们的盈利预期泰然处之；公司在未来5年内的增长状况如何；如何实现增长；公司将如何使用经营活动产生的多余现金；对于没有采取股利形式分发给股东的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润，又将如何形成公司的留存收益？只有那些能圆满回答这些问题，并具有良好增长前景的股票，才符合价值投资的选择标准。

天上不会掉馅饼

不少人认为，短线交易是在最短的时间内获得最高的回报的不二法门。然而作者却肯定地说，我在 10 多年的投资生涯中，还从来没有发现过一种能行得通的短线择机策略。事实上，股民通过短线操作而保持长期盈利的记录是少而又少的。短线的最大特点是收益波动性明显，可能在某一时刻获得巨额利润，但是，不走运的时候甚至会连本带利全部亏了进去。股市也像龟兔赛跑，稳健者往往最后胜出。对于注重长线的价值投资者，如果投资组合结构合理恰当，暂时的市场波动并不值得担心，也不会造成灾难，实现盈利的目标不过是时间问题而已。作者认为："预测短期股票市场的走向不过是愚人的游戏，也是对投资大众的一种欺骗和虐待。"

股票市场的常态是价格多变性，在每一天甚至每一分钟里价格都在围绕短期因素上下波动，在很多情况下，这些波动会让我们焦躁不安。人性的弱点驱使着投资者试图紧跟市场走向，但这几乎是不可能的，市场永远让你无法琢磨清楚，而且变幻莫测。投资者之所以禁不住突破价值投资的界限，实际上与这种紧盯盘面的做法密切相关。价值投资需要一定的超脱，克制内心的冲动和诱惑，坚持长期投资理念，让时间抚平市场上的起起落落，长期而言必然收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不菲。希求快富者，不适宜进行价值投资，同时，要提醒的是，希求快富者也可能快速破产，机会总是均等的。而价值投资是一种更稳健，同时也是更有底蕴的投资方式。当你在追求长期投资收益最大化的时候，一路上的起起伏伏自然也就淡然而去。价值投资更是一种生活态度，通过它，也许能够陶冶你的生活情趣。

其实，我们的日常生活与股市相差不远。在生活里，我们没有期望天上会掉馅饼，那么，在股市里，同样也不应该期望靠炒股而一朝暴富。这也许是本书在教授股市投资技巧之外，给出的更深层次的启示吧。

究竟什么投资最佳

买特价商品是这样，买股票亦然。买股票要在股票贱价求售之际，而非人人抢购、股价高涨之时。从 2004 年我在 A 股投资市场开始采用价值投资策略以来，总是选购低价求售的股票，逢低买进一直成为我的最佳生财之道。我同时也试验性地买入少量市场上热门成长股，结果表明，低价买进绩优公司股票，报酬最是丰厚，无论市场指数，还是在办公室休息间闲话中成为热门话题的成长明星股，都不是它的对手。

在人们心目中，热门股（即股市中所谓的成长股）总是市场中较刺激、较有趣的投资品种。但它们的获利是否最丰？人们在投资成长股时，希望投资的是产品或服务供不应求、成长速度超越市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他业者的公司。成长股投资人往往持有市场时尚新宠（例如热门新产品，或拥有许多感性诉求的公司）的股票。它们一般都是业界的佼佼者，是业界创意的领导。绩优公司成长脚步迅速，拥有它的股票本来并无可厚非，但问题出在投资人支付的价格。由于没有一家公司能永远保持超高速成长，强劲的成长迟早总会缓和。在这期间，投资人往往将这些抢手的热门股股价炒到高得离谱，一旦成长趋缓，投资人的财富难免遭受猝不及防的重创。

想知道在股票市场中究竟投资什么最佳，我们不妨检讨美国共同基金的实际成果。近些年来，在美国市场上，投资者几乎都投资共同基金。共同基金种类繁多，但最常见的两种，一是投资于热门新型公司的成长基金，二是趁低价格买进的价值基金。擅长追踪基金成果的研究业者，最著名的如晨星公司（Morningstar）。他们根据投资策略将基金分门别类进行排名。所谓投资策略包括以大众或小型公司为投资对象，以及偏好成长或价值风格为对象。晨星公司的统计数字显示，无论投资于哪一种规模公司，就长期而言，价值基金的报酬总是最佳。这一结果不仅对美国公司如此，对全球各地公司的基金投资情况也复如此。过去 5 年来，价值基金表现每年超越成长基金 4.87 个百分点。

千万不要小看这几个百分点。投资绩效提升几个百分点对你的未来身家将造成巨大正面影响。假设你在退休账户中投资10 000元，以 8% 复利生息，为期 30 年（一般退休储蓄期限）。在你准备退休时，这个账户的金额是 100 000 元出头。这对支撑你未来的养老生活实在是区区之数。不过，同样是 10 000 元，同样以 30 年为期，如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你能在股票投资市场里以2%的复利生息，这个账户的金额将增加到近239 000元。这一结果势必对你未来的退休生活方式产生意义深远的影响。

结论是：就像我们平日里买猪排、牛排、汽车和牛仔裤等耐用、非耐用商品一样，要利用特价促销期出手一样，买股票也要选择削价求售的时候。逢低买进的股票能提高你的投资报酬，而更重要的是，哪怕是提高几个百分点的复利投资，也将给你带来惊人的回报。

巴菲特的巨大成功是否幸运巧合

在上一节“究竟什么投资最佳”中，我们论证了，就长期而言，价值基金的报酬总是最佳，不仅对美国公司如此，对全球各地公司的基金投资情况也复如此。过去5年来，价值基金表现每年超越成长基金4.87个百分点。我们也论证，4.87个百分点的胜出非同小可，不但因为这一百分点将改变投资人的财富状况，更因为它的长期复利对财富的惊人积累。

但有人会说服你，要你相信，就长期而言没有人能打败大盘。他们将沃伦·巴菲特、比尔·米勒（Bill Miller）、比尔·兰尼（Bill Ruane）等一些价值投资大师的股市传奇事迹轻描淡写，一笔带过，认为巴菲特等人的成功不过是幸运巧合。他们这么说有一项理论根据，即在大学课堂都开设的“有效市场理论”（efficient market hypo-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

thesis)。这一理论认为，股票并无价高和价低之分，市场是一种理性而智慧的实体，每天会根据已知信息，全无瑕疵地为每一只股票定价。任何人要想胜过市场，只能纯粹凭借运气。

可巴菲特不这么看。1984 年，他在《证券分析》创刊 50 周年纪念会上，发表名为“追随格雷厄姆和多德的超级投资家”（The Superinvestors of Graham and Doddsville）的演说。在这篇脍炙人口的演说中，巴菲特举了一个两亿五百万美国人掷铜板，猜正反面赌美元的例子。每一天，猜输的人出局，猜赢的人则进入下一轮，所有赢来的钱为第二天的赌注。经过短短 20 天，全美各地只剩下 215 个未尝败绩的人，他们每个人都赢了百万美元巨款。主张有效市场论的人会强调，这些表现超越市场的人，不过是运气好猜中钱币而已。

巴菲特进一步引申，将股市中的人换成长臂猿，结果也一样：215 位全身橘色长毛的胜利者都来自同一动物园。一个饶有趣味的问题是：是这些长臂猿纯粹凭借运气，还是因为它们都有共同之处呢?

巴菲特于是观察投资世界，对历年来几位最成功投资人的记录进行检验，结果发现，最成功的 7 位超级投资人都来自同一“动物园”，他们中有几个人在哥伦比亚商学院听过格雷厄姆课程，另有几个人则曾在格雷厄姆的投资公司工作过，7 个人都全力遵循格雷厄姆鼓吹的价值型投资模式，都主张逢低买进投资标的。总之，他们都是价值投资理念的忠实信徒。与整体股市相比，与那些遵循成长导向模式的投资者相比，他们获得的报酬更丰厚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一位价值型投资人，运用价值原则的方式未尽相同，拥有的股票也不一样，投资组合也大相异趣，但他们都应用同一知识原则，都相信价值型投资的基本概念，即以远低于价值的价格买进企业股票。因此，他们赚钱靠的不是幸运，而是逢低买进股票的投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

价值投资只愿意支付内在价值

- ✓ 内在价值是对客体的主观判断
- ✓ 内在价值何以如此重要
- ✓ 利用股市情绪波动创造投资机会
- ✓ 第一条，不亏损；第二条，参考第一条
- ✓ 在内在价值的三分之一或更低时买进
- ✓ 内在价值的N种优势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值型投资之美，在于它的逻辑简洁性。它至少有两项基本原则：（1）它值多少（内在价值）；（2）不要亏损（安全边际）。价值投资大师本·格雷厄姆1934年在他的《证券分析》一书中提出这些概念，70多年过去了，这些原则的适用性至今不减当年。

银行家在放款时，首先，要看贷款人提出的担保，以确保贷款安全；其次，要检视贷款人的收人状况，以确定贷款人是否有偿付贷款本息的能力。如果一位贷款人年薪为75 000美元，想贷款125 000美元买一套250 000美元的房子，这笔贷款相当安全可靠。如果有人年薪40 000美元，想贷款300 000美元买一套325 000美元的房子，是否要贷款给他就值得考虑了。格雷厄姆将同样的原则运用在股票分析上。

内在价值是对客体的主观判断

内在价值这个概念无疑是整个价值投资体系中最基础、最核心、最重要的概念。所有的价值投资者都在利用内在价值大挣其钱，但没有人能给出一个能被普遍接受的内在价值定义，内在价值的重要性和空洞形态形成了令人迷惑的矛盾。

比如，有一年，在巴菲特和投资人的见面会上，巴菲特和自己的股东大谈特谈内在价值，告诉投资人内在价值就是企业未来现金流的折现值。正当巴菲特侃侃而谈之时，站在其身边与他合作近四十年的伙伴芒格忍不住插了一句：“我和巴菲特合作的这几十年里，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我从来没有看到过巴菲特用他所说的用现金流折算过他说的任何一个公司的内在价值。"[①] 被当众揭穿的巴菲特顺势幽了一默，他说："你知道内在价值的计算和评估是多么的重要啊，我是不可能在白天当着外人计算任何一个公司的内在价值的，如此重要的工作，我都是安排在夜深人静的晚上，一个人悄悄地计算公司的内在价值。"[②]

内在价值是存在于企业内部的本质性成长能力、盈利能力，内在价值是从属于企业的一种客观本质属性，所以内在价值不是一个看得见、摸得着的物，它是企业实体存在之上的"企业发展之道"，而不是企业实体本身，这个"企业发展之道"重在决定企业未来的变化趋势。

内在价值存在于企业实体中，又不是实体本身，而是一个以实体为载体和基础，有自身发展规律和特点的独立的存在。实体本身必然作为决定内在价值度大小的一部分，但实体本身只是内在价值的一部分，关键部分不是实体（关键部分是什么我们以后讨论）。这也就是市场上常出现跌破净资产的股票大量存在的原因，很多股票的价格是净资产若干倍也是同样道理。净资产正是企业实体部分的静态值。而企业的整体价值中作为实体量化值的净资产不是主要部分。企业实体相当人的身体，身体是人存在的基础，但人最重要的不是身体，而是人品和能力。

内在价值既是客观的又是主观的，把握内在价值必须借助于主

---

① 下雪怡人的天空：《如何给一家企业估值?》，http：//jackending. blog. sohu. com/82762438. html，2008－03－25。

② 竣通：《内在价值的初步思考》，http：//blog. sina. com. cn/s/blog_4ac64cc10100074i. html，2008－03－05。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观的抽象和分析。内在价值的基础是企业的客观情况，但内在价值的表现和判断是一个主观结论。内在价值是一个以企业的客观情况为基础的主观判断。在对客观企业作主观判断的主体是数以千万计的投资人，对同一企业的判断必然不相同，内在价值应该是一个长时期大批市场投资者共同对企业估值后形成的一个价格范围。

不同的人对客观的企业的判断是不同的，这是一个事实，但是任何人在任何情况下对企业进行判断的原材料和标准都是相同的，不同的人都是根据客观企业的经营情况、管理水平、成长趋势、盈利能力作出判断，结果的不同是不同的主体在同样的研究对象、思考方式下得出来的值的不同。不同人得出了不同的价格，不能否定企业的内在价值的客观性。相反，不同的人都是根据客观企业的经营情况、管理水平、成长趋势、盈利能力进行估值，这恰恰证明了内在价值有客观基础。当然，在任何时候都不会出现所有人对同一企业价值判断完全相同的结果，内在价值也不可能是一个点，而是一个范围和区间。所以最终内在价值是长时期内大部分人的判断，这个大部分人的判断就是企业的内在价值。

有人认为估值水平在牛市、熊市里不同，在熊市中普遍估值都比较低，在牛市中则相反，因此认为价值没有客观固定标准，价值都是人们主观的东西，这是错误的。内在价值是企业的客观情况和投资人主观判断的统一体。主观因素本身是内在价值的一部分（不过主观因素仅是内在价值的一小部分，内在价值的主要部分是企业的行业竞争态势，行业所处的生命周期、产业政策、全球化的影响、企业内部经营管理水平、公司行业地位、产品质量、市场占有率、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

治理结构、公司管理层能力素质、公司经营战略、公司的历史沿革、公司的融资与投资情况，以及公司财务状况等客观因素所决定的）。企业的内在价值之所以在牛市、熊市里不一样，原因正是在牛市、熊市里主观情况和主观情绪不一样，这种主观情况和情绪在牛市、熊市中客观的差异必然表现、反映在对企业内在价值进行评估的过程和结果中，因此，牛市、熊市内在价值不一样是合理的，是符合内在价值基本内涵的。

内在价值何以如此重要

其实，股票和房子是一样的。当你申请购房贷款时，银行会派估价员评估你有意购买的那套房子。基于同样方式，价值分析师也像估价员一样，评估一家企业的价值。格雷厄姆正是根据这种概念为内在价值定义。如果一位内行的所有人通过谈判达成交易，将一家公司卖给一位内行的买家，这位买家支付的就是这种内在价值。

然而，无论是一般人还是专业投资人，真正能重视内在价值的却寥寥无几。但内在价值又是那么重要，理由有以下两点：（1）它能让投资人判定，相对于买下这家公司的买家愿意支付的价格，股市投资人买进一只股票的价格是否合算；（2）它还能让投资人知道，他们拥有的股票的价格是过高还是过低。如果你想避免投资的亏损，买卖交易前的估价一环就显得尤为重要。

1999 年年底，微软股价一直冲到 58.89 美元高峰。在这之前 7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年间，微软每股盈余从8美分增至70美分，这无疑是一家拥有傲人成长业绩的优秀公司。但问题来了，它的股价是否就值公司每股盈余的84倍呢？回答是，显然不值。1999年后直到2005年后的6年间，微软每股盈余增长87%，达到1.32美元。如此佳绩虽然仍然值得称道，但相较于它在20世纪90年代创下的快速持续增长的纪录已大为逊色。至2006年第一季度，微软的股价与1999年12月11日相比下跌了一半有余，本益比也从75倍以上跌到20倍左右。

股价起伏不定，但起伏不定的股价和股票的内在价值并无关系。难道不是这样吗？股票往往以高于或低于内在价值成交。有些投资人喜欢抢搭股价走势的快速列车，进出市场。这种做法我们称为“顺势型投资”，也就是俗称的“短线投机”。这种类型的投资人经常在股价上扬时追涨买进，希望自己能在股价下挫以前先知先觉地率先将持股成功脱手。不过，这种类型的投资人可能需要的是一种世所罕见的“胜利大逃亡”的本领，如果他每次都能成功脱手，那可以说是旷世奇才。但我非常怀疑：有这样的奇人吗？

内在价值之所以重要，是因为它让投资人通过市场股价的一时误判而获利。如果一只股票以低于内在价值的价格出售，事实真相最后多半总会为市场中人察觉，市场价格于是上扬，以呼应这家公司的内在价值。抑或，投资人可能选择以内在价值卖出，其他投资人见此喜上眉梢，“猎物终于出洞”，于是，他们设法以已充分反映内在价值的价格买进此股票。常常就在这种情况下，他们可能因为股价超越内在价值过多而最终沦为“皇帝新衣症候群”的牺牲品。当他们还在为自己“成功”地买进一只冲劲十足的股票而沾沾自喜、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

弹冠相庆时，股价突然出现雪崩式暴跌。2000 年春在美国，科技、媒体、电信股票泡沫危机期间的情况正是如此。2001 年在中国，当上证综指跃上 2 245 点后突然拐头向下，这一跌就是漫长的 5 年。其中，首当其冲的也是在 1999 ~2001 年中国股市泡沫中涨幅最劲的科技、媒体、电信股。为此，许多投资人饱尝了“从哪里来回到哪里去”的价值回归之路。投资人后来才发现，这些新时代网络概念股，有许多根本不可能成为能够真正盈余，特别是持续盈余的企业，因此，它们的股价也根本不应高高在上。

利用股市情绪波动创造投资机会

在以后的章节里，我将专门介绍内在价值的一些评定方法，例如，预估盈余与现金流量、分析公司股利记录、衡量公司内部表现、发掘利润率中的隐藏价值、分析重要的财务比率、评估公司的无形价值等，但在本节，我将介绍一个简单的评估法。这种做法必须针对特定公司进行评估，算出如果这家公司通过公开拍卖，它的股票有多少价值。这与你卖房子采取的程序颇为相似。如果你想卖房子，首先会找几个当地房地产经纪，因为他们了解附近地区最近的买卖情况，能为你的房子提出一个建议售价。公司董事会在投票出售公司时，往往也会采取这种做法，唯一不同的是，他们雇用的经纪人有个堂皇的头衔，那就是投资银行家。这些银行家会根据同样或相关产业最近的公司购并个案，对特定公司进行估价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在一个十全十美的世界，一切股票都应该根据内在价值出售。但我们的世界并不完美。这是好现象，因为正是股市的不完美，给投资人创造了投资机会。基于许多原因，股票交易价多于或少于内在价值，而且有时差距非常大。大多数投资人只是在情绪左右下进出股市，有的极度悲观，有的一味乐观。这样的情绪能将股价推向过度高估和低估的两个不同极端。

明智的投资人懂得认清这种现象，利用股市这种情绪摇摆不定而获利。巴菲特说过一个两人合伙经营一家制造厂的故事。两人的主要竞争对手是一位内行的买家，一直想以每股 10 美元买下这家厂。这一价格颇能反映这家厂的实际内在价值。制造厂的伙伴 A 非常情绪化，他对公司前景的展望也因此起伏不定。有一天，这家公司获得沃尔玛一笔大单，兴奋异常的他认为公司业务即将起飞，于是出价每股 15 美元，要买下伙伴 B 的持股。事隔一周，沃尔玛削减订单，西尔斯百货（Sears）也跟进。他大为沮丧，认为自己将全盘皆输，于是表示愿意以每股 5 美元的贱价卖出手中持股。

这类事情在商场上层出不穷。伙伴 B 如能保持冷静，不为情绪所动，自能利用伙伴 A 的不理性行为，或高价卖出，或低价买进。伙伴 B 不能影响伙伴 A 的情绪，就像投资人不能影响股市情绪一样。既然如此，伙伴 B 必须冷眼旁观，静待伙伴 A 因面对所谓好消息或坏消息而作出的过度反应。

凡理性的价值投资人都是这么做的。他们会耐心等候，当股票市值低于内在价值时买进，等到市值高于内在价值时，再将相同的股票卖回市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一条，不亏损；第二条，参考第一条

投资大师格雷厄姆是一位谨慎的投资人，他在选股时采用一种“安全带与束带”的做法。在接受内在价值概念时，他就是用这一方法作为判定公司价值的手段，从而取得超越市场的优势的。他必须买进售价低于内在价值的股票。如果一家公司值 x，他一定要以低于 x 的价格投资这家公司。像银行家一样，格雷厄姆会研究它的安全边际。如果他在估算时发生错误，或者说发生了不可预知的意外事件，削弱了他对一家公司价值预估的正确度，这时就需要一种缓冲来加以保险。而为投资股票建立安全带和束带的前提是，以较低价格买进投资标的的股票。这不仅是很好的借贷原则，也是很好的投资原则。

然而，在当今，无论是中国的投资市场还是世界上其他投资市场，几为投机者操控包办。在中国 2005 年年底开始的大牛市股指不断向上攀升的日子里，所有的短线投机者都沾沾自喜于自身投资股票价格的狂涨，然而，一旦股市遭逢类似 2006 年的“5·30”长黑、2008 年几乎整年的大幅调整时，短线投资者则成了“秋后蚂蚱”，再也无法蹦跳起来，他们的投资也经历了从谷底到顶峰再回到谷底的“过山车惊险”，从一个始点开始，最后又九九归原，惨重的损失使他们回到投资原点。

如果市场投资人都能严格遵循格雷厄姆的价值投资原则，他们甚至能避开 1929 年股市大崩盘的那场金融血雨腥风，就像真正的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值投资人能避开21世纪初的那场科技泡沫浩劫一样。诚如巴菲特所说，投资规则第一条是不要亏损，第二条是别忘了第一条。

在内在价值的三分之一或更低时买进

格雷厄姆没有为广义股价的高低下过定义，但他却有一套辨识个股廉价或昂贵的公式，并运用这套公式来选取个股。基本上，格雷厄姆在股价仅及内在价值三分之一或更低时才会买进。这是他的安全边际，是保障他的股价不坠的安全带。之所以能成为安全边际，有两个理由：首先，如果对内在价值的估值正确，股价即使上扬50%仍不致高估；其次，如果股市意外遭逢低潮，他拥有的股票也终能物超所值，可以安全持有。

相对于盲目购股，安全边际让你享有一种优势。几年过去了，购股的安全边际能超越企业价值的成长，为你带来更高的整体获利。举例来说，如果我们现在以6.5元买进中国工商银行（601398）的股票，而我们认为这只股票现在就值10元，我们就拥有3.5元的潜在获利。如果在我们持有期间（就说一年吧）这家公司业绩增长了25%～30%（现正处在高速增长期），内在价值于是增长为12.5～13元，于是我们的潜在获利将更丰。不过，这项获利最主要是来自持有之初的低价买进。如果一位投资人也以10元买进同样的股票，他的潜在获利可能就只有2.5～3元。显然，以低于内在价值的6.5元买进价值10元的股票，为许多价值投资人带来超过市场均值的优厚回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内在价值的 N 种优势

以相对于内在价值的折扣购进股票，不仅因为购入股票需要一个相对低点的获利空间，而且还能在危机来临时发挥防御作用，防止投资人的投资风险。大体上，在选择投资对象时，我们会避开债务过多的公司。以相对于内在价值的折扣购进股票的安全边际能提供这类保险，使公司安然度过不景气等经济暗淡时期。许多人会想方设法贷最高额房贷，会将信用卡的透支限额用到极限，会整天忙于轧支票，我们身边这种人还真不少。但异于上述的另类在我们身边也不乏其例，他们会准备一笔储备金以备不虞之需。一个背负一身债务的人如果丢了工作，他的房子可能不保；而预留准备金的人，即使丢了差事仍能生存，直到找到另一份工作为止。公司的情况亦然，相对于一家拥有若干准备金的公司，一家债务过多、收益刚够弥补利息开支的公司，其投资风险当然大得多。我们说这些是为了表明，这一切的要旨就是在于一种缓冲保障，一种安全边际。无论人或公司，时乖运背在所难免，留有余地能助你渡过这样的难关。

债台高筑的另一负面效应是，它迫使个人或公司将本身事务的控制权让给债权人。经济景气时，借钱不难；一旦经济低迷，当对资金的需求变得紧迫时，通常也是银行家找上门来索债的时候。无论是公司靠借债维持开销，还是投资人靠融资购股，债务人总是将胜负的决定权拱手让人。

安全边际的另一项原则是分散投资。像格雷厄姆一样，作为投资者，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我也力求在持股类别上，以及在跨产业投资两个方面，尽可能分散投资组合。个股与特定产业都有陷身逆境的时候。这类不利的状况说来就来，难以趋避，我们称为“负面意外”。意外事件总会发生，无论事先计划得多么周详，也难免会碰到这类事情。如有可能，我每年会在一个选股的时间窗选购我认定的将在之后一年表现最好的两只个股。如果能够成功而一贯地做到这一点，投资成果必然起飞，但关键的是我们要愿意下注一博。

不过有些事情说起来容易做起来难。无论以哪一年为例，每一种股票投资组合总是有输有赢，想完全避开每一只股票不亏损，事实上是做不到的。重点是持有的赚钱股多于亏损股。这个概念与做保险是颇为相似的。保险公司极力找出潜在风险，但也知道它们不可能百分之百地正确。如果一家保险公司每年只做一笔保单，而那位被保人又没有理赔事故，这家保险公司一定赚了。但如果那位被保人出了事，这家保险公司问题就严重了。保险公司之所以承保许多客户，原因正在于此。它们择定承保标准，使平均事故率保持在一定范围内，以免陷入理赔的汪洋大海之中。投资股票的目标也是如此，你自然设法避开那些亏损可能性较大的股票，但有时差错在所难免。多样化分散投资，就等于为自己做保险，即使不幸一只持股重挫，也不致严重影响到你的净值。

分散投资应分散到什么程度？这个问题的答案取决于你的风险容忍度。当然，一个有十只股票的组合应该被看成组合投资的上限，但有些投资者喜欢同时拥有好几十只股票。有些投资人喜欢同时拥有 50 只股票，甚至 100 只股票。如果能找得到这么多符合投资人选股标准的股票，这么做自无不妥。你应该自问：如果我所持的一只股票破产，我能认赔了事、不以为意吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

利用低价获利

✓ 股票比国库券好的原因

✓ 学习购并者的价值评估法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

趁本益比低的时候买股，是经反复试验、摸索而得出的一条成功的投资之道。公司在偿清一切债务之后的结余，我们称为“盈余”，格雷厄姆会说，盈余是驱动股价上涨的主要因素。如果认定这话属实（我是这么认定的），则相对于盈余，买进股票的价格越低，获利前景也越亮丽。基本上，我在评估盈余和股价关系时，会用本益比与其他公司和大盘指数来进行比较。

本益比容易判定。本益比是某种股票普通股每股市价与每股盈利的比率，所以它也称为股价收益比率或市价盈利比率。其计算公式为：

$$本益比=\frac{普通股每股市场价格}{普通股每年每股盈利}$$

上述公式中的分子是指当前的每股市价，分母可用最近一年盈利，也可用未来一年或几年的预测盈利。这个比率是估计普通股价值的最基本、最重要的指标之一。比如某股票某日市价为 150 元，每股纯利为 15 元，本益比为 10，则表示该日购买股票的本金为股票盈利的 10 倍。这个比率是估计普通股价值的最基本、最重要的指标之一，一般认为 10～20 是正常的。过低说明股价低，风险小，值得购买；过高说明股价高，风险大，购买时应谨慎，或应抛出所持有的这种股票。

也有投资人将其反过来看，称为“盈利率”。盈利率反映的是，如果公司以现金支付股利，而不做再投资，则投资人可以赚取的利益。盈利率的计算方式是每股盈余除以股价。一只本益比 20 的股票，盈利率为 5%。本益比高达 40 的股票，盈利率为 2.5%。请记住，本益比越低，盈利率越高。

无论我们用本益比还是用盈利率思考报酬，意义完全一样。市场上的分析师通常更多地采用本益比。本益比有两种，一种是落后本益比，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一种是预估本益比。前者是股价除以最近会计年度或过去四个季度的盈余，后者是股价除以分析师对今后一年或今后四季度公司盈余的预估。大多数投资者是以市场对公司今后盈余的预测来作为投资决定的依据。

但谈及对盈余的预估，市场分析师历年来的表现即使在最佳状况时也只能称得上差强人意，表现不佳的时候更是错误百出。企业盈利状况充满惊奇，其中有喜有优。人如果真能预知未来，一定大赚特赚。可惜人不是神，人们对未来的预知经常是大错特错，有的甚至相差十万八千里。格雷厄姆的方法是以有合理稳定盈余记录，并具有可测度公司作为目标。与华尔街一些分析师不同的是，他以已入账和稽核为依据，并以财报盈余为基础，购买最廉价的股票。

购买低本益比股票与购买高本益比股票（那些作为市场宠儿的高成长公司）的成果究竟哪一种优、哪一种劣？多年来，针对这个问题进行的研究汗牛充栋，多得不胜枚举。在美国，从 1957 年直到今天，每一项研究都证实，购买较廉价、较不热门的股票，其报酬丰厚得多。在各种产业，在所有发达国家的情况都是如此，不过不要信我的一面之词。有一点颇为肯定，通常在疾风袭面，令投资者彻骨生寒的市道里，投资低本益比股票，最能给你坚持下去的勇气。就我所知，价值投资，廉价购买本益比低的、盈利率高的公司的股票，是投资生财的不二法门。它之所以最佳，不是因为我这么说，而是因为它经历了数十年的反复考验，无数学术研究也证明确实如此。

股票比国库券好的原因

在比较投资机会时，盈利率是个有用的概念，格雷厄姆就这么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做。举例来说，一只以 10 倍本益比售出的股票，盈利率为 10%，将它与盈利率 5% 的 10 年期国库券相比，你的报酬可以多一倍。如果你今天买进一张 1 000 元的 10 年期国库券，它会每年付你 50 元，等到 10 年期满还你 1 000 元。这是货真价实的支付，没什么比这更安全了。不过这里面有花样：假设之后 10 年，每年通货膨胀率为接近历史均值的 3%（在 20 世纪 80 年代末、90 年代中期以及 2007～2008 年，通货膨胀率高得多），10 年以后，国家财政部还给你的1 000元，以今天的币值计算只值 737 元。这笔国库券的投资价值缩水 26.3%。

假设你买一只 10 倍本益比（盈利率 10%）的股票，理论上，公司付清所有盈余，你可以获得两倍报酬。但几乎没有公司这么做。公司的做法是，通过股利，将部分盈余给你，用余钱进行再投资以谋求企业的增长。公司往往能将通货膨胀成本转嫁给客户，这是公司的另一优势。公司在销售量零增长的状况下，至少可以比照通货膨胀率来提高公司产品的售价。

如果你以 10 元买进一张股票，它为你带来 1 元每股盈余，这 1 元比照通货膨胀率递增，10 年以后它成为 1.34 元。以同样本益比计算，这张股票会值 12.40 元。大体而言，公司盈余依照通货膨胀率和经济成长率（通常为 3%）而成长。将通货膨胀与整体经济增长加在一起，你原先的 1 元盈余会以每年 6% 的幅度成长。10 年以后，这项每股盈余会是 1.79 元。以同样本益比计算，投资在这只股票的 1 000 元会成为 1 739 元。

这么做对你的理财很重要，因为如果通货膨胀率为3%，今天投资的 1 000 元，10 年之后必须价值 1 344 元才能维持你的购买力。国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

库券办不到，股票却办得到。

学习购并者的价值评估法

价值型投资者也可以根据上市公司在潜在购并者，特别是在融资收购业者心目中的价值，寻找低本益比投资机会。在中国，这种机会随着上市公司购并重组新的爆发期的到来，变得更加重要和更加现实。

一般而言，资产评估包括重置成本法、市场法、收益法和价格清算法等。每种方法都有其科学性和合理性，但并不是说每种方法都是放之四海而皆准的。究竟采用哪一种方法合适，要看评估对应的经济行为和资产状况等情况。在改革开放初期国有企业改制重组阶段，很多是实物资产的划转和交易，因此多采用重置成本法评估。而现在，企业的购并重组更多的是股权交易，一般情况下，采用收益法更为合适。最近几年，随着中国资本市场上股权形态的购并重组活动增加，企业价值评估也不断增多，评估机构和评估师在实践中积累了不少企业价值评估方面的经验。

企业购并是把企业作为商品进行产权交易，它是一个相当复杂的过程，融管理、法律、财经等多学科的知识于一体。在购并过程中，关于目标企业的定价问题，通常是决定购并是否能成功的关键。通常所说的购并（M&A）是指在市场机制的作用下，企业为了获得其他企业的控制权而进行的产权交易活动。购并分为收购和兼并，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两者既有相同之处，又有一定的区别。由于在实际运作中，两者之间的联系远远超过其区别，因此收购和兼并常作为同义词来使用，统称为“并购”或“购并”。通常把购并一方称为“买方”、标购公司、出价公司或购并企业等，被购并一方称为“卖方”、被标购公司、被出价公司或目标企业等。

目前评估上市公司价值的方法主要有以下四种：（1）资产价值基础法。它是通过对目标公司所有的资产进行估价的方式来评估公司的价值，目前国际上通行的资产估价标准主要有账面价值、市场价值、清算价值、续营价值与公平价值等。（2）市盈率法。如果能估计出目标公司未来可保持收益，而且市场存在一个公认的行业市盈率，就可比较简单地计算出公司大致的价值。（3）股利法。也就是将目标公司未来股利折现成公司目前的价值。（4）现金流量折现分析法。它是指用折现现金流量方法评估目标企业的价值，通常用于确定买方可接受的最高价格。

通常，公司的价值是由市场对其收益资本化后得到的资本化价值来反映的。换句话说，每股股票的价格可归于每股股票收益的一个倍数。这一关系称为价格—收益比率（price-earnings ratio，P/E 比率），也即我们所说的市盈率。它可以用公司现在的每股收益去除股票当前的市场价格得到，通常以倍数表示，因此市盈率有时也被称为市盈乘数（价格—收益乘数）。市盈率反映的是投资者将为公司的盈利能力支付多少资金。一般来说，在一个成熟的市场氛围里，一个具有增长前景的公司，其市盈率一定较高；反之，一个前途暗淡的公司，其市盈率必定较低。按照经济学原理，一项资产的价值应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该是该资产的预期收益的现值或预期收益的资本化。在实际操作中，市盈率可以用来对企业单方面估值进行评价，因此，预期收益的资本化，可以转化为市盈率评估法。

市盈率所反映的是公司按有关折现率计算的盈利能力的现值，它的数学表达是 P/E。根据市盈率计算购并价格的公式应为：购并价格 = （P/E） × 目标企业的可保持收益。可保持收益是指目标公司在被收购以后继续经营所取得的净收益，它可以以目标公司留存的资产为基础来计算。在任何一个评估过程中，得到一个可靠的预测的可保持收益是重要的。

通常运用市盈率法评估上市企业价值的程序和评估上市公司的程序是非常相近的，其一般性的程序大致如下：（1）检查目标企业最近的利润业绩，在目标企业现有管理层的情况下预测其未来的业绩。（2）确定在收购公司管理目标企业的情况下，影响收益和成本增加或减少的因素。（3）在维持不变的基础上，为目标企业股东再估计目标企业的未来、收购后的收益。这些收益就是通常所指的维持或保持收益。（4）选择一个标准市盈率，通常是选择在收购时点与目标企业有可比性的几家上市企业的平均市盈率或者是该企业所属行业在该时点的平均市盈率。（5）利用标准市盈率和维持收益可以评估企业的价值。

以上是理论上的购并价值评估法。但我们注意到，在企业购并和产权交易中，存在着大量评估结果与交易价格差距较大的现象，有些是评估结果存在问题，其中有的与评估师有关，有的则不是评估师的责任。在评估中也有客户提供虚假或者不全面信息资料，从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而导致评估师作出不准确的评估报告。如果客户与评估师串通舞弊，得出的评估报告必然是假的。另一种情况是因为评估师评估的是在基准日一般市场竞争条件下的公允价值，而交易价格是一个具体价格，价格围绕价值波动，但不一定等于价值。在具体交易中，影响交易价格的因素很多，当事人讨价还价能力、市场交易条件发生变化、政策发生变化、交易时间和交易方式的选择等，都可能影响交易价格。

目标企业的价值评估是购并交易的关键，每一次成功购并的关键就在于找到了恰当的交易价格。寻找成交价格，对买卖双方来说都是极富创造性而又耗时费神的过程。因此，对目标企业进行价值评估，既是一门科学，又是一门艺术。它的科学性在于它依据的是有关的财务理论与模型，而它的艺术性则在于它吸取了有关专业人士深刻的洞察力与丰富的经验。

投资股票就像购并者投资一个企业，在选择股票时也要采用购并者的价值评估法。价值型投资者在低市盈率的时候出手抢进股票，在市场价值评估发生上述种种原因而造成人为错误并出现严重低于企业内在价值时购进股票，也在大多数市场投资人情绪发生剧烈波动，并将处于价值内的股票大肆抛售时逢低买入。美国价值型投资人在“9·11”事件发生后旅游业遭受重挫之际，毅然购进美国运通银行的股票，在1993年大家都以为希拉里·克林顿要将医疗产业国有化，医疗产业股因而受挫之际买进强生医药的股票，所有这些，凭借的就是在股票以低市盈率出售时，以实事求是的做法对企业进行价值评估，以理性买家的眼光进行观察。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章

用高折扣价买进：一些案例

- ✓ 格雷厄姆的净流动资产法
- ✓ 德曼：购买各类股中低价股
- ✓ 肖内西的“有效方法”
- ✓ 内夫的“哀愁价值”法
- ✓ 施洛斯的“斯巴坦式投资”法
- ✓ 多头市场里价值法则有用吗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些商品以相对于成本的低价求售，同样，也有些股票会以低于净值的低价出售，这可能是财务报表或产业情况不佳导致的过度反应，但一旦出现这类状况，这些股票就称为价值型投资人的投资选项。

净值又称账面价值，是股票价值的一种。通过公司的财务报表计算而得，是股东权益的会计反映，或者说是股票所对应的公司当年自有资金价值。具体计算公式为：

$$股票净值总额=公司资本金+法定公积金+资本公积金+特别公积金+累积盈余-累积亏损$$

$$每股净值=\frac{净值总额}{发行股份总权}$$

从公式中可见，股票净值代表了股东们共同拥有的自有资金和应享有的权益。股票净值与股票真值、市值有密切关系。股票净值表示的是公司过去年份的经营和财务状况，因此可作为测算股票真值的主要依据。如某股票净值高，表示该公司经营财务状况好，股东享有的权益多，股票未来获利能力强，该股票的真值一定较高，市值也会上升；反之则相反。相对于股票真值、市值而言，股票净值更为确切可靠，因为净值是根据现有的财务报表计算的，所依据的数据相当具体、确切，可信度高。同时，净值又能明确反映公司历年经营的累积成果。净值相对固定，一般只有在年终盈余入账或公司增资时才变动。因此，股票净值具有较高的真实性、准确性和稳定性，可作为公司发行股票时选择发行方式和确定发行价格的重要依据，也是投资分析的主要参数。

在寻求相对于资产价值价格低廉的股票时，我们首先要找的，是以低于每股账面价值售股的公司。这是格雷厄姆的一项重要投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准。所谓低于账面价值，就是股票的目前交易价格低于公布的净资产。如果是我，在选择股票前，第一项工作就是通过权威评级机构的信用评级来寻找低于账面价值出售的股票。以低于账面价值购股，能让投资者作出最佳投资。

就像前文有关购进低本益比股票的讨论一样，我不指望你只不过因为我这么说，就相信售价低于账面价值的股票的获利潜能大。研究股市绩效的学者和研究人员提出的相关证据很多。事实上，许多研究低本益比购股效应的人，同时也研究低于账面价值求售的股票。他们的研究成果颇为类似：从 1967 年起直到目前为止，在美国与美国以外地区，相对于那些抢手的市场宠儿，低本益比、以低于账面价值求售的股票，表现强得多，领先差距约为每年 6.3% 至 14.3%。从著名的投资专家巴顿·毕格斯（Barton Biggs）到诺贝尔奖得主，一项又一项的研究证实，价值型股票的成长表现，在每一个研究对象国（主要是美国、英国与其他欧洲国家）都大幅领先。

无论你检视哪一段时期，探讨哪一个国家，结果都是一样的。选购相对于资产价值来说售价低廉的股票，总是错不了的。在国内与海外寻找这类机会，是价值型投资的又一选股法门。

格雷厄姆的净流动资产法

价值投资法目前还没有非常精确的标准定义，因此，很难以量化的形式来表明这种方法突出的优越性。例如，价值基金经理人在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评估某一公司时，一般都是依据不同的财务数据组合，通过本益比、股价账面价值比、价格销售比与股利收益率①等一些指标比率来体现价值投资法的优点。对用这些比率作为投资依据的投资人的成果研究表明，使用价值投资法确有成效。

格雷厄姆是最早通过分析公司的一般特质来分析股票从而获利的人之一。20 世纪 30 年代初，他发展出所谓的“净流动资产法”（net current asset approach）。这个方法要求买进的股票价格必须低于该公司流动资产（营运资产减去负债）的 66%。例如，一家公司的流动资产为每股 20 美元，流动负债为每股 15 美元，那么净流动资产为每股 5 美元（20 - 15 =5）。如果该股票价格低于 5 美元的 66%，也即低于每股 3.3 美元，格雷厄姆就会买进这家公司的股票。此后 20 年里，格雷厄姆一直使用这个方法管理私人户头资金。他的研究显示，在 30 年间以这个方法买进股价低于净流动资产的股票，每年的盈利率约为 20%，远远超过大盘的盈利率。

50 年后，纽约州立大学财经副教授亨利·奥本海默（Henry Oppenheimer）于 1986 年重新检验格雷厄姆理论，发现它仍适用于现代。奥本海默发现，如果买进股票价格低于净流动资产的 66% 的股

① 股价账面价值比就是股价与每股股票所代表的账面价值之比，也叫 P/B Ratio。股价账面价值比越高，说明大家越看好这家公司，股票越热门，但是也有可能蕴涵一定的泡沫在里面。一般各个行业的股价账面价值比都有一个大概的范围，不是越高越好，该比值为 1.5 ~ 3（不同行业可能略有差异）被认为比较好。价格销售比就是流通股票市值与公司销售总额之比，即股价中由产品（服务）所支持的比例。不同经营种类的公司价格销售比不同，实业类或者生产类的公司通常可以看到的增长就是由销售增长来表现的，与服务类如金融业和技术增值型相比，实业类公司的增长通常表现在其销售增长上，销售越多，价格销售比越低，股票也越有吸引力。股利收益率又称获利率，是指股份公司以现金形式派发的股息或红利与股票市场价格之比，股利收益率可用于计算已得的股利收益，也可用于预测未来可能的股利收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票，自1971年至1983年的总盈利率为29.4%。相比之下，纽约和美国证券交易所的股票指数在同期只上涨了11.5%。奥本海默的研究是以投资人每年以低于净流动资产的66%这个价格买进股票，并于一年后卖出为假设前提的。为何股价和资产负债表上的流动资产之间的神奇关系能够成立？在后来的研究中，位于纽约的特里布朗公司发现，公司以低于净流动资产的比率出售股票，其股价容易出现比市场实际估计有“更大的折价”。换句话说，市场已把该股票的价格打压到比拍卖资产还低的价位。这对于一家尚在经营的公司是不切实际的评估，在这种情况下，股价的上升便指日可待了。

德雷曼：购买各类股中低价股

1996年，德雷曼价值管理公司（Dreman Value Management）总裁兼市场策略师德雷曼在一项研究中测试投资人股票篮子中的低价股的盈利率，是否依然比市场平均盈利率高，他的这个项目的研究范围涵盖了整个股票市场。研究结果表明，买进最低财务比率的股票同样可以战胜市场。德雷曼发现，在其他类股中也有同样现象，即如果你买进本益比最低的零售商类股，其获利会远超过高股价的同类股所能达到的获利水平。德雷曼测量了1 500家公司、44类股票在25年间的获利表现（见表5－1），其中本益比最低的20%的公司，其获利大幅超过最高本益比的公司，并跑赢市场。到1996年12月31日为止的过去25年间，本益比最低的20%的公司，平均年盈利率为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

17.7%，而市场平均年盈利率为15.3%。相反，如果你买进的是同类股中本益比最高的公司，那么你的年获利仅为12.2%。17.7% 和12.2%之间的复利差异是惊人的。投资人如果以1万美元作为初始投人，买进低本益比的股票，25年后大概可以累积约57.2万美元；而如果购买高本益比股票，1万美元就只能变成28.9万美元。

表5－1　德雷曼对低本益比股票的研究

	包含工业	整体市场	空头市场季盈余
最低本益比	18.0	18.8	－6.3
最高本益比	12.4	12.5	－8.6
市场平均值	15.1	15.1	－7.2

资料来源：《福布斯》，1996－09－23。

同样重要的是，德雷曼也发现了持有低本益比股票在股票市场萧条时的突出优点，即当大盘下跌时，本益比最低的股票平均只下跌6.3%，而高本益比股票平均下跌8.6%，多跌了37%。根据德雷曼的观点，盈亏的底线是运用好低本益比策略，除了单纯地买进市场中最便宜的那20%的股票外，也可以买进各类股中低本益比股票，以分散风险。同时这两种做法更大的优势在于，一旦市场上突发意外时，不会伤害到你的投资或者伤害不大。

德雷曼同时指出，投资低本益比股票的间接优点是，你可以分散投资于各类股票，并依然能战胜大盘。

肖内西的“有效方法”

如果美国数十年来推崇价值投资法的诸多文献都不足以说服投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资人的话，那么基金经理人肖内西（James O' Shaughnessy）1997 年发表的论文总算达到了这一目的。肖内西不辞辛劳地分析了上百家上市公司 1950 年到 1994 年间的表现，希望找到能够真正持续获利战胜市场的财务因素。由于分析跨度长达 44 年之久，肖内西把增长股和价值股表现优于大盘的几个时期作了连接，通过这一方法来消除研究时潜在的偏见。例如增长股在 20 世纪 60 年代和 80 年代末期的表现出奇的好，而价值股则在 20 世纪 70 年代和 80 年代初期表现得更好。肖内西当时研究的初衷并非是要证明哪一种方法更优越，却意外地发现了一个寓意深远的结果。

如同以前其他研究人员所研究的一样，肖内西发现买进低本益比、低股价账面价值比、低价格销售比的股票（价值型基金经理人最常采用的三项比率），其获利定能战胜市场。肖内西的研究彻底推翻了效率市场（efficient market）理念。效率市场理念认为，投资市场中没有一个投资人或投资机构的策略能够长期战胜市场。肖内西写道："市场并没有遵循随机理论，即效率市场理论。大量的事实表明，市场不断明确地回报特定属性的股票（例如低价格销售比的股票），也不断明确地惩罚拥有其他属性的股票（如高价格销售比的股票）。"

肖内西在买进股票前首先以本益比来测试预期获利。他假定投资人每年买进具有最高和最低本益比各 50 只股票，并随公司价值的改变调整投资组合。其结果是，他发现低本益比股票和整体市场获利表现几乎没有差异。但如果购买大盘股，低本益比股票的表现则有相当大的不同。1952 年至 1994 年，大盘股平均年盈利率为 12.6%，而低本益比股票盈利率高达 15.5%。若以复利计算，43 年后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两者之间2.9个百分点的差异可以让投资组合获利扩大3倍。相反，若买进50只最高本益比的大盘股，其年盈利率仅为11.4%。

若再依照股价账面价值比、股价现金流量比、价格销售比等比率来综合选股，则获利更佳。投资人通常都能大幅度地战胜大盘，一般都有2个百分点的差异，甚至更高（见表5－2），肖内西发现在公司股价呈低价格销售比时差异最大。一个由最低价格销售比的50家公司所组成的投资组合，在43年间每年年盈利率为18.9%；相比之下，若不考虑价格销售比，年盈利率是14.6%。如果我们以1万美元为本金，43年里，买进低价格销售比公司的股票累积下来的复利惊人（见表5－3）。肖内西的发现，简单来说，就是以低价格销售比率买进股票导致高获利，以高价格销售比率买进股票则会带来低获利。

表5－2　　1万美元买进低价格销售比股票的复利结果　　单位：美元

年	所有股票为14.6%	低价格销售比股票为18.9%
1	11 460	11 890
5	19 766	23 763
10	39 070	56 470
15	77 227	134 192
20	152 648	318 887
25	301 728	757 786
30	596 401	1 800 759
35	1 178 858	4 279 223
40	2 330 154	10 168 905
41	2 670 357	12 090 828
42	3 060 229	14 375 994
43	3 507 023	17 093 057

资料来源：《华尔街制胜秘诀》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5－3 各项比率和获利比较

（1952～1994 年的平均年获利） 单位：%

所有股票	14.6
最低股价账面价值比的 50 只股票	17.5
最高股价账面价值比的 50 只股票	11.9
最低股价账面价值比的 50 只大盘股票	16.3
最高股价账面价值比的 50 只大盘股票	12.3
最低股价现金流量比的 50 只股票	17.1
最高股价现金流量比的 50 只股票	10.8
最低股价现金流量比的 50 只大盘股票	16.5
最高股价现金流量比的 50 只大盘股票	12.0
最低股价销售比的 50 只股票	18.9
最高股价销售比的 50 只股票	8.2
最低股价销售比的 50 只大盘股票	15.7
最高股价销售比的 50 只大盘股票	11.0

资料来源：《华尔街制胜秘诀》。

内夫的“哀愁价值”法

内夫曾领导目前已成为美国先锋集团（Vanguard Family）一部分的温莎基金（Windsor Fund）长达 31 年，并在他 1995 年 12 月退休前，该基金成为全美表现最优异的基金之一。在这 31 年间，温莎基金战胜了标准普尔 500 指数达 21 次，其平均年盈利率为 13.7%，而同期指数年均收益率为 10.6%。内夫不修边幅的生活作风体现出他出身俄亥俄州的背景，他轻视华尔街像拼命三郎似的买卖股票的方法。他把资金集中在被他称为“乏味与哀愁”的公司上，也就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没人注意、经理人不疼、媒体不爱的公司上。

内夫在托莱多大学（Toledo）求学时，学习并接受了格雷厄姆的价值投资法则，从此再也没有背离过大师的教诲。他继承了格雷厄姆法则，买进公司股利高于市场平均水平的股票，以寻求确定的利润。这个策略反映了他的稳健保守的特点，并使他较不依赖多头市场和资本利得来保持优异的获利。在其任职基金经理人期间，基金获利约有40%是来自股利。师承格雷厄姆，内夫也很重视公司的资产负债表（如债务水平、流动性、资产报酬率等），而且不论市况或公司增长率如何，他都不愿意买进高本益比的股票，在20世纪80年代，当汽车、航空和银行股穷困潦倒时，他大笔买进。内夫拥有过人的耐心，不为任何诱惑所动，只要他认准了这是一只好股票，他便会抱住不放，等到市场将公司股票推升到一个他认为公平的价格时才卖出。

施洛斯的“斯巴坦式投资”法

纽约的基金经理人沃尔特·施洛斯（Walter Schloss）兼具格雷厄姆清教徒式的分析方式和巴菲特式的作风于一体，他创造了40年来在所有投资人中最好的操作业绩纪录。从曼哈顿一间小办公室起家，年已81岁的施洛斯和他的儿子埃德温（Edwin）自20世纪50年代以来持续战胜股票市场。他们所使用的只是最基本的交易工具，那就是上市公司的年报。他们的骄人业绩表明，要规避

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险而不被信息误导的最好办法，就是仔细研读上市公司年报。如此做了，即便是小额投资人也能战胜市场。

施洛斯恪守格雷厄姆法则，买进股价低于账面价值的公司的股票，并持有股票到市场发现错误为止。施洛斯认为，投资成功的关键在于适当地评估公司资产，不为表面漂亮好看的数字所迷惑，注意探究数字之间的相互关系。因为经过某些会计调整，公司业绩可以轻易地改头换面。如同格雷厄姆不相信获利预估一样，施洛斯在投资之前会绝对避免和公司联络。

尽管20世纪70年代是有史以来股票市场最不景气的时期，但施洛斯惊人的操作成绩仍使他成为20世纪最杰出的基金经理人之一。直到1997年为止，施洛斯的基金复合年利率为20%，而同期市场则为11%。施洛斯父子以合伙方式经营基金，以获利的25%作为管理费，但在赔钱的时候则不向投资人收费。表5－4显示了他们不含管理费的年度成绩。

表5－4 沃尔特和埃德温·施洛斯股份有限公司(Walter & Edwin Schloss Ltd）的业绩

单位：%

年份	盈利率	标准普尔500指数	差距	年份	盈利率	标准普尔500指数	差距
1956	5.1	6.6	－1.5	1977	25.8	－7.2	33.0
1957	－4.7	－10.8	6.1	1978	36.6	6.6	30.0
1958	42.1	43.4	－1.3	1979	29.8	18.4	11.4
1959	17.5	12.0	5.5	1980	23.3	32.4	－9.1
1960	7.0	0.5	6.5	1981	18.4	－4.9	23.3
1961	21.6	26.9	－5.3	1982	24.1	21.4	2.7
1962	8.3	－8.7	17.0	1983	38.4	22.5	15.9
1963	15.1	22.8	－7.7	1984	6.3	6.3	0.0
1964	17.1	16.5	0.6	1985	19.5	32.2	－12.7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年份	盈利率	标准普尔 500 指数	差距	年份	盈利率	标准普尔 500 指数	差距
1965	26.8	12.5	14.3	1986	11.9	18.5	-6.6
1966	0.5	-10.1	10.6	1987	20.2	5.2	15.0
1967	25.8	24.0	1.8	1988	29.8	16.8	13.0
1968	26.6	11.1	15.5	1989	2.2	31.5	-29.3
1969	-9.0	-8.5	-0.5	1990	-12.8	-3.2	-9.6
1970	-8.2	4.0	-12.2	1991	31.1	30.4	0.7
1971	25.5	14.3	11.2	1992	9.2	7.7	1.5
1972	11.6	19.0	-7.4	1993	20.2	9.9	10.3
1973	-8.0	-14.7	6.7	1994	11.4	1.3	10.1
1974	-6.2	-26.5	20.3	1995	21.2	37.5	-16.3
1975	42.7	37.2	5.5	1996	16.6	23.0	-6.4
1976	29.4	23.8	5.6	1997	22.6	33.4	-10.8

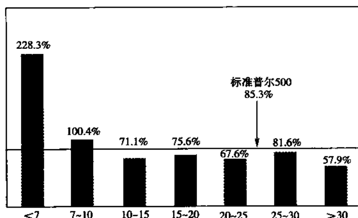
资料来源：《华尔街制胜秘诀》。

多头市场里价值法则有用吗

尽管压倒性证据表明价值投资法则战胜市场是完全可以做到的，但许多分析师和基金经理人至今仍不相信。尤其是在一个多头市场里，股票齐涨，加上通过电脑获取信息又十分快捷和方便，折价买入的价值投资法则似乎已失去效用。果真如此吗？回答是否定的。实际上，德雷曼、肖内西等投资大师所发现的法则依然存在。通过测试美国证券史上最强劲的多头市场中，即 1994 年 11 月至 1997 年年中这段期间的股票表现，发现了十分类似于肖内西在 20 世纪 50 年代初以来所发现的结果，这证明价值投资方法依然有效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 世纪 90 年代中期，数百篇文章都曾预言价值投资法则的末日即将到来，并鼓吹增长学派和动能学派的投资方法。然而，从 1994 年年底到 1997 年年中这段时间，美国股票市场上表现最好的股票仍然是那些低本益比、低股价账面价值比和低价格销售比的股票（见图 5－1）。1994 年 12 月，我原来所属的投资公司开始筛选标准普尔 500 股票，同时美国股票市场也开始为期三年的多头上扬行情。我们持续追踪一直到1997 年6 月1 日为止的股票表现，在这 31 个月期间，股市指数上涨幅度高达 85.3%，而市场获利最大的仍是以价值投资法买进的增长股，而非以高本益比买进的增长股，具有最低本益比的标准普尔 500 股票，在获利能力上遥遥领先于其他股票。本益比在 7 倍以下的股票在这段时间的平均盈利率为 228.3%，整个指数的平均盈利率却只有 85.3%；本益比在 7～10 倍的股票，平均盈



资料来源：Timothy P. Vick：Wall Street on Sale：How to Beat the Market As a Value Investor，McGraw－Hill Inc.，1999。

图 5－1 1994～1997 年标准普尔 500 股票的表现（不同本益比的获利比较）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



利率为 100.4%；而本益比超过 30 倍的标准普尔 500 股票，其平均盈利率仅为 57.9%（在一般市道下，这种获利表现已算是很突出的了，但在 1994 年到 1997 年间，这种表现只能算是二流的）。

在同一段时间内，测试大盘股的股价账面价值比，仍然可以获得同样的结果。例如，在 1994 年 12 月 1 日以低于净值（股价账面价值比小于 1）买进标准普尔 500 股票，至 1997 年 6 月 1 日，平均盈利率为 152.1%，几乎为股市指数盈利率的 2 倍；相反，若以高股价账面价值比买进股票，盈利率将大幅减少。

1994 年至 1997 年间，价格销售比与盈利率之间的关联性不大。事实上，高价格销售比的股票表现反而超过了股市指数的表现，唯一可以解释的是，高科技公司的股价强劲上扬，而这些公司的股票永远都是高价格销售比的。不过，在 1994 年年底，那些最低价格销售比的股票到了 1997 年依然有近 100% 的平均盈利率。

以上的实验给我们的一个重要结论是，以折价买进增长股绝对是划算的。在 1994 年到 1997 年间，确保战胜市场最好的办法是尽可能以最低的本益比、最低的价格销售比以及最低的股价账面价值比买进股票。回顾那一时期几类涨势最凌厉的股票，我们可以肯定地说，市场再度强化了价值投资法的核心理论，即不要理会预测，应在投资大众抛弃好股票的时候适时买进。如果没有投资大众在 1994 年不顾一切地抛售银行股以及诸如杜邦、福特等这些经济景气循环股，很可能就不会有 1995 年至 1997 年间股价的飙升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

放眼中国以外的地区

- ✓ 全球化发现潜在新机会
- ✓ 在全球范围里寻宝
- ✓ 选择发达国家的股票
- ✓ 新兴市场不怎么“兴”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



面向国际投资、自我开放的做法，创造了更多以低于账面价值购股的机会。当经历了大牛市的中国股票动辄以高于账面价值出售之际，世上仍有许多未被发现的宝藏。如能以全球性做法进行价值型投资选股，相对于自我局限于中国（或任何其他单一地区），你也许会找到更多低于账面价值求售的股票。

我甚至找到以低于净现值求售的公司。这种公司是投资大师格雷厄姆的最爱，只是这种情势在中国市场已越来越少见。韩国的Dae Han面粉厂就是一例。在2005年年初，这家公司以不到账面价值三分之一的低价求售。现在，它的股价已经倍增。2003年，我在瑞士发现了Conzetra控股公司。这是一个触角遍及运动用品、金属板、房地产等产业的大型集团。当时它以仅及账面价值半数的价格售股。情况似乎是，它的房地产生意在账面上遭到严重低估，而且在银行有很多资金。它不仅价廉，安全边际也很大。后来的两年，Conzetra控股公司的股价涨了一倍。同样在2003年，德国大众汽车（Volkswagen）以账面价值一半的低价售股。大众汽车尽管在美国市场遇挫，但在其他地区表现抢眼，两年来股价倍增。

在20世纪90年代的日本，你可以找到以低于净现值求售的广播公司、建筑商和纺织企业，甚至还有一家专门运用图波式直销法（Tupperware）出售女性内衣的公司。我确信像这类划算的交易，有一天会在中国市场大量出现。但在那一天到来之前，我可以凭借全球性投资眼光，在今天就找到它们，投资它们。

无论你检视哪一段时期，探讨哪一个国家，结果总是一样。选购相对于资产价值来说售价低廉的股票总错不了。在国内和海外寻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

找这类机会，是价值型投资的又一选股法门。

全球化发现潜在新机会

何以要进行全球性投资，本地投资机会难道还不足够吗？或许够多，不过，如果你像我一样，将股票世界视为一家杂货店，你就会想，为什么要把自己局限在世上半数商品中？全世界公开上市的股票共有20 000多种，虽有约半数在美国交易，如果你能扩展眼界，纳入世上所有发达国家，找到廉价股的概率将倍增，而且你找到的这些公司还不是默默无闻、风险很大的小公司。将全球最顶尖的20家销售公司排名，你会发现有12家公司总部设在欧洲和亚洲。若以销售额评估，全球最大石油公司设在英国，5家最大的车厂有3家设在德国和日本（见表6－1）。有些公司生产和提供的是你每天都会碰上的产品和服务，这些公司包括雀巢、ING金融服务、本田、丰田、拜耳、三星、现代、三菱、富士胶卷和海涅根啤酒（Heineken Beer）等。所有这些世界级的大公司，在我们日常生活中几乎每天都会用到或见到它们的产品。忽视全球机会，就是放弃投资世上许多最大、最好的公司。

表6－1　全球最顶尖的20家销售公司排名

公司	销售额（10亿美元）	国家
沃尔玛（Wal－Mart）	285	美国
英国石油（BP）	285	英国
皇家荷兰壳牌（Royal Dutch/Shell）	265	荷兰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

公司	销售额（10 亿美元）	国家
埃克森美孚（Exxon Mobile）	263	美国
通用汽车（General Motors）	193	美国
戴姆勒克莱斯勒（Daimler Chrysler）	192	德国
福特汽车（Ford Motor）	170	美国
丰田汽车（Toyota Motor）	165	日本
通用电气（General Electric）	152	美国
雪佛龙（Chevron）	142	美国
道达尔（Total）	131	法国
大众汽车（Volkswagon）	120	德国
康菲石油（Conoco Phillips）	118	美国
安联（Allianz）	112	德国
花旗集团（Citigroup）	108	美国
日本电信	107	日本
AXA	97	法国
IBM	96	美国
AIG	95	美国
西门子集团（Siemens Group）	93	德国

资料来源：《福布斯》，“全球 2000 年特别报道”，2005－03－31。

时下许多财经论著，以及许多重金聘请的顾问，都强调投资外国股票以分散风险。他们的构想似乎是，在本国以外进行投资，能在本国股价重挫之际保护投资人。但随着经济全球化脚步的加速，大多数外国市场的走向正在趋向一致：纽约“打嗝”能影响伦敦；东京今天发生的新闻能令巴黎的读者关心不已；原来没有联动效应的中国股市，其大幅震荡也将引发地区乃至世界股市的“蝴蝶效应”。20 世纪 70 年代初期的恐慌性抛售，1987 年的美国股市崩盘，2000 年的科技泡沫化，以及 2007 年延续至 2008 年的美国房地产次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

级贷款危机以及国际石油价格屡创历史新高，都是遍及全球的事件，因此分散投资不能提供什么保护。同样，低价股在2003年全球的绝地反弹，似乎也是全球各地共有的现象。但全球性投资却毫无疑问地增加了潜在价值型投资机会，为我们投资者提供了更多选项。

几乎全球所有发达国家和包括中国在内的发展中国家的上市公司的资料，我们都可以从资料库中找到，通过这些相当周全的金融资讯，可以迅速而轻松地找到各式投资机会。这一资讯的得到归功于20世纪90年代初期兴起的信息革命浪潮。20世纪90年代初期，情势开始发生突变，涉及不同国家和地区上市公司的资料库开始出现。将这些资料库拼凑在一起，可以对相当数量的公司进行筛选，找出各类投资机会。就品质和深度而言，这些资料库彼此差距很大，但如果将这些各式各样的系统加以整合，可以建立一套筛选非中国股票的方法，并以此进行研究和分析。

全球股市动态尽管似乎先后有序，但也不乏例外，造成例外的原因一般都是区域性经济问题。例如，1998年，当网络泡沫开始在美国发酵时，日本和欧洲股票要廉价得多。最廉价的美国股票售价为账面价值的一倍，为每股盈余的8倍。最廉价的欧洲股票售价为账面价值的80%，为每股盈余的6倍。投资者只要用资产价半数就能买到最廉价的日股。亚洲股市于1997～1998年崩盘以后，一些亚洲国家出现了许多廉价股票，相对而言，一些发达国家和地区，如美国、欧洲受信息科技股猛烈上涨的影响，境内廉价股很少。德国统一时的20世纪80年代末期，是德国乃至整个欧洲股票较北美地区廉价许多的又一例证。当时德国财政部必须印制大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量西德马克来替换相对而言不值钱的东德马克，此举造成德国和西欧其他地区利率升高。由于高利率是股市的“头号敌人”，欧洲市场出现恐慌性卖压，这为价值型投资带来较当时国际其他地区（如美国市场等）远为丰厚的机会。

在已经开放的中国，越来越多的人开着丰田或宝马，喜欢在享用寿司时来一瓶冰冻海涅根或科罗娜（Corona）啤酒，或趁减价时上酒吧品尝一杯 Johnny Walker 威士忌加苏打，或来一杯 Beefeater 马丁尼；我们会在过敏时服用 Flonase；会买 AXA 或安联保险的产品或其他金融产品。在这种背景下，将投资范围局限在一个国家似乎颇为不智。投资人若能运用全球投资做法，不仅可以将价值型投资的潜在机会倍增，还可以建立优势，充分掌握其他市场与公司较本国廉价的投资良机。

在全球范围里寻宝

伙伴们和我一旦决定全球投资后，我们必须思考在世界上哪些地区投资的问题。对许多人来说，想到“全球投资”，就会自然而然地想到李文斯顿（Livingston）博士在非洲丛林中艰辛跋涉，想到胡安·法戴兹（Juan Valdez）用他那头忠实的驴子，从哥伦比亚崇山峻岭中运送咖啡下山，甚至想到俄国的黑手党带着装满钞票的手提箱，在珠光宝气美女的簇拥下，驾着名车绝尘而去的景象。我承认当初我也有同样的恐惧和慌乱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或因订约不当遭受损失，可以设置准备金因应潜在亏损。即使无须支付，仍可以将亏损额从盈余中扣除。目前，世界各国银行一直运用这种做法。银行发放贷款，希望能够连本带利赚回来，但它们也知道有一定比例的借款人会赖账，在经济不景气的时候，一部分借款人会入不敷出，从而无力还款，因此，银行都会以总贷款的一部分作为呆账、坏账的准备金。

在罗氏药厂个案中，这项准备金却很有问题，这类准备金存在的原因完全不同于银行的呆账、坏账准备金。罗氏药厂通常会设立一个1.5亿瑞士法郎的准备金，以备其在祖格（Zug）的工厂毁于地震时之需。但由于祖格从未发生过地震，工厂毁于地震的可能性微乎其微，于是，瑞士税务当局便不准罗氏药厂从税前盈余中扣除这笔准备金。就这样，1.5亿瑞士法郎就从罗氏药厂税后盈余财报中蒸发。几年以后，罗氏药厂又如法炮制，重新动用这笔有问题的准备金款项。但如果在美国，一家公司像罗氏药厂这么做，最终释放出来的准备金就一定要加回到盈余中去，因为这才是合理的。但瑞士的情况不然，只需将释放出的准备金加回账面价值、净值即可，无须在盈余项目下显示这笔账。我所谓“寻宝”的意思，你现在懂了吗？

选择发达国家的股票

同一时期还有一个例子是关于瑞士糖果公司（Lindt and Sprung-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

li，L&S，即瑞士莲）的。瑞士莲制作昂贵的巧克力，品牌非常响亮，一直很赚钱。当我们考虑瑞士莲时，它的售价为每股盈余的 10 倍。这个价格相当便宜，特别是美国的一个公司不久前以 25 倍盈余买下另一家瑞士糖果公司和一家挪威糖果公司。瑞士莲之所以便宜有两个原因：一是瑞士股市因通货膨胀率达到空前的 3.5% 而疲软。瑞士人一向对通货膨胀深恶痛绝，他们拥有全球最强势的货币。二是瑞士莲总裁 Sprungli 先生最近和他的妻子离婚后娶了罗恩·赫伯特（Ron Hubbard）做新太太，后者是基督教科学会（Scientology）信徒。这件事在瑞士股市掀起了一场骚动，因为投资人担心，这位新婚的夫人会成为公司董事会的一员。一位瑞士银行家友人告诉我们，Sprungli 前夫人与她的子女持有的公司股票超过 Sprungli 先生。她告诉他，如果他任命新婚妻子为董事，她将把他革职。瑞士人对这种商场可能出现“地震”的想法非常实际。

在就瑞士莲投资案进行评估时，我们发现，这家公司的股价不是每股盈余的 10 倍，而是只有现金流通的 3.5 倍。现金流通是税前、利息开支前的盈余，外加工厂与机械装备等固定资产折旧的非现金开支。这是公司在税前的生息。它太便宜了。通过调查，我们发现，与各国用于折旧工厂与机械的年限一般是由政府税务当局规定不同，瑞士的公司可以自行选定折旧时间表，而瑞士公司的工厂和机械装备价值折旧的时间也比其他各国平均 26 个月的时间要长。瑞士人的思维方式是，瑞士的工厂不是用竹子做的，除非因为核弹命中原因以外，一家工厂不可能在 26 个月后就得重建，因此，瑞士公司用于固定资产折旧的费用摊薄到每个年份非常少。这一发现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使我们对瑞士莲的折旧率作了进一步调整，结果是，瑞士莲的售价仅及盈余的7.5倍。在类似公司售价盈余20倍或更高的情况下，瑞士莲看来显然非常便宜。

新兴市场不怎么"兴"

我们在寻找全球性投资机会的时候，基本上会选择在上述这类发达国家进行选股。我们要找的是稳定的经济，以及理性的政府管理。但在这方面，新兴市场往往就不怎么"兴"了，而且投资环境也不安全、不稳定。尽管它们能不时带来投机暴利，但它们也是重挫、惨亏之源。

在这些新兴市场，相对于每一个成功的股市，总有一个规模至少相当或更大的惨败事件。在苏联解体以后，我们眼见俄罗斯这类地区的经济大动乱。俄罗斯市场在一开始本是一座"金矿"，但该国不久就出现了高通货膨胀现象。当时所有那些"聪明人"都买年利率超过50%的俄罗斯短期债券。这么高的利率，不是在做梦吧？实践证明它确实是一场梦！俄罗斯最后拒付这些债券，致使投资人血本无归，徒然做了一场发财梦。在停止交易、停止计息90天期满，俄罗斯债务解冻时，俄罗斯货币出现了崩盘，西方投机者也都铩羽而归。

20世纪90年代初期，墨西哥是投资世界的宠儿。墨西哥股市迭创新高。情况似乎是，墨西哥终于掌握了资本主义奥秘，并且凭借

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巨大的天然资源，即将跻身世界强势经济阵营。媒体也大声鼓噪说墨西哥终于要成为第一世界的一员。但言犹在耳，墨西哥嗣后不久便爆发了几次政治暗杀事件，1994 年，一场突如其来的货币贬值危机爆发。我们后来发现，原来整个墨西哥股市的上扬，完全是全球基金经理人兴风作浪的结果。墨西哥股市终因灾难性后果而崩溃。若非当时的美国总统克林顿插手，提出宽厚的经济援助方案，协助稳定那里的情势，整个墨西哥很可能全国破产。不用说，在 20 世纪 90 年代的政治和经济危机中，投资人损失惨重。

在 21 世纪初期，我们在拉丁美洲看到同样的情况。在拉丁美洲，法律有时管用，有时又只是一种摆设。20 世纪八九十年代阿根廷从破落户摇身成为拉美最耀眼的明星国，但 21 世纪初期，它的经济却身陷泥沼。

直到 20 世纪 90 年代末期，东南亚一直是新兴市场投资世界的“天之骄子”。马来西亚、新加坡、泰国等，凭借 8% 到 12% 不等的国内生产总值的成长率，经济发展突飞猛进。投资世界也异口同声，赞誉有加，称为“亚洲经济奇迹”。但研究表明，造成这种成长的主要因素是外资的推动，而不是实际生产力的增加，东南亚经济泡沫在 20 世纪 90 年代中期已经到了一戳就破的危境。1997 年，对墨西哥金融危机余悸犹存的西方投资人开始大规模撤离东南亚，最终酿成了著名的亚洲金融危机的严重后果。在泰国，股市跌幅超过 75%，菲律宾股市失去三分之一以上的市值。在马来西亚，股市失血超过 50%。在东南亚“五小虎”中号称经济最稳健的新加坡，股市跌幅也高达六成以上。这样的高风险，显然不符合我们的安全边际原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有这些开放程度较差的市场，似乎都有一种由盛而衰、由衰而盛的宿命循环周期。及早下手的投资人可以迅速获利，之后，外资和现金潮涌而至，把地方经济推向投机泡沫的高点，那些留下来和来不及撤走的投资人，最终会发现自己已经血本无归，这是一种危险的投资方式。

鉴于上述，我们的结论是，谨慎投资新兴市场，更多地专注发达国家和地区等稳健经济体，从中选择价值特性良好的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章

注意那些了解内情的人

✓ 内部人买股信号

✓ 重要投资人的意向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家公司财富会不会成长，可以从对内部人买卖的观察中看到端倪。高级管理层和董事一般会是发现公司营运改善、获利可望提高的第一人。如果他们开始在市场买股，公司股价上扬的胜算应该很大。

内部人买股信号

内部人基于许多理由会卖出自家公司的股票。他们可能希望分散持股，改善他们的财务状况，买一栋梦幻屋，或筹一笔赡养费来安抚即将离异的妻子。他们卖的可能是运用股票选择权取得的股票。基于这些理由，内部人卖股的指标意义没有买股那么强烈。内部人员愿意从自己的腰包里掏出大笔钱在公开市场购股，只有一个合理原因，那就是他们认为该股股价即将走高。我密切注意内部人买股，因为这些人对公司业务和当前营运改善前景了如指掌。他们是公司经营者，对于新营销计划，改善中的产业条件，价值遭低估的公司资产，以及有助于提高企业资质的日后财务交易可能性，他们往往能洞悉先机。如果他们认为业务即将好转，或股价偏低，投资人值得做进一步调查。

这个理论不仅对投资者绝对有用，而且有严谨的研究结果为之作证。内部人买的股，表现至少超越市场一倍，而且全球各地都不例外。内部人如果买的是低本益比或者低于资产价出售的股票，则效果更佳。内部人持续购进股票，毋庸置疑，必定是低于账面价值的投资首选。至于内部人卖出的那些高价股，一般表现较市场差得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多，自不足为奇。

公司内部人还会通过显示公司获利状况可能即将好转的方式来释放信号。当公司董事会决定在公开市场收购股票时，很可能显示董事会认为公司股价遭到低估，不能适当反映日后增长远景。他们认为，在市场收购自己的股票，最能善用公司资金。如果他们的看法正确，而且以相对于真实的折扣价购进公司股票，则其他股东的每股价值将增加。任何以低于账面价值的价格收购的股票，都会增加其余股票的每股账面价值。股票收购既然有这么多潜在利益，投资人理应密切注意宣布收购股票的公司，因为相对于盈余或资产，这些股票很可能物超所值。

在购进自己公司的股票时，无论用的是自己的钱，还是公司的钱，公司内部人一般都会发表一篇重要声明。内部人通常是投资人，不是交易商。他们往往长期持股，不做短线交易。许多研究证实，内部人买股，以及公司回购自己股票的时机，一般都是股价较之盈余与账面价值相对偏低，以及股价跌幅过大之际。换言之，内部人购股，往往是一个价值型投资机会的信号，因为这些股票具备的特质，往往使它们成为价值型投资的首选。

重要投资人的意向

还有一种类型的内部人也值得我们关注。拥有一家公司5%或以上持股的投资人必须向证监会申报，并就他们的持股提出公开资讯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们还必须表明，他们之所以购买这些股票，是纯为投资，还是因为他们有意促成公司改组，或想控制这家公司。这些大型投资人有许多是成功之士，他们是否大量持有一只似是低估的股票，值得我们注意。既然发现了非常成功的投资人大量购进，我们多看几眼自然不无道理。

意在影响公司管理层，或促成管理层改组的积极投资人，也值得我们追踪。在华盛顿红皮队（Washington Redskins）所有人丹尼尔·施耐德（Deniel Snyder）对六旗游乐园（Six Flags Amusement Parks）的营运表示兴趣后，这家主题公园的股票便大幅上扬。时代华纳（Times Warner）、温迪（Wendy's）以及 HJ Heinz，曾遭受外界投资人的压力，要求改善成果，提升股东报酬。这些积极投资人未必都能如愿以偿，但他们的行动为我们带来筛选价值型投资机会的又一工具。他们对公司管理层形成压力，迫使管理层提升低估的股价，否则将面对去职的风险。

股票以相对于盈余或资产的低价出售，以及成功投资人的积极介入，是我们进一步观察的有力理由。在国内，迪斯尼选址上海川沙的消息，使在川沙当地和周边，甚至上海本地上市公司的股价应声大幅向上，很多上市公司股价上涨的原因是因为它们在该地区拥有大量的土地和商铺，这些土地和商铺将随着迪斯尼建造的消息的进一步落实而在价值重估上发生根本性的变化。

有时，从廉价股票到投资人获利之间，唯一欠缺的是一种能唤起市场注意的触媒，而内部人购股与积极投资人投资能提供这种推力，使市场认识到一只股票的真正价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章

用现代方式寻宝

- ✓ 计算、分析是基本功
- ✓ 善用网络搜索引擎
- ✓ 参考名家、精英的清单
- ✓ 凭线索发掘隐藏价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寻找廉价股有些像是淘金。在采金热期间，矿工必须筛选出大量泥沙、石块，最后才能找到让他们致富的金矿。同样，投资人也必须在一大堆资料中精挑细选，才能找到让自己发财的好的投资标的。矿工需用的生财工具是凿子、铲子以及淘金的锅。同样，投资人也需要工具，借助工具从数以千计的股票中去芜存菁。在选择适当价值型投资标的时，我们需要检视所有求售股票，判定哪些是最具发财相的股票。

计算、分析是基本功

当我初入股票投资这一行时，股海筛选还是一项非常耗时费力的事。我们必须一页页阅读上市公司的财务报表，分析它们流动资产每股净值。流动资产每股净值是美国投资大师格雷厄姆爱用的价值评估标准。在评估公司流动资产时，他首先注意的是公司的资产负债表——所有现金、存货以及应收账款，即他认为可以在相对较短期间出售的财物；其次，他将流动资产减去这家公司的一切债务，再用减剩的金额除以发行股数，最后得到的就是流动资产每股净值。如果股票售价为流动资产每股净值的三分之二或更低，他会买进。这是相当简单的运算，但也是最重要的工作。

另一种价值评估方法是分析账面价值。就公司整体而言，账面价值通常是该项资产的成本减去累计折旧或其他资产减损后的金额，在很多情况下与其市场价值和经济价值有很大差别，而后者是资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真实价值更准确的度量，所以当公司出售资产时，定价往往不是其账面价值，而是根据市场价值或经济价值重新评估后形成的价格。若售价高于账面价值，会给公司带来盈利，低于账面价值时就会出现亏损。我们的工作就是要计算投资国内每一家上市公司的账面价值。在算出账面价值后，下一步工作就是将它与股价比对。如果股价为账面价的三分之二或更低，我们就会设法买进。这不是什么精密工作，但我们却因此买进了廉价的股票。

近年来在中国股市有一些超级大牛股，要么是资产注入概念，要么是隐蔽资产概念。资产注入通常是指上市公司的大股东把自己的资产出售给上市公司。原则上注入的资产应该质量较高、盈利能力较强、与上市公司业务关联比较密切，这样有助于提升上市公司的业绩，所以市场反应会提升股价。同时也可能是上市公司发起人（自然人或公司）的另外一些非上市的资产注入上市公司中去，如某上市公司发起人共有三家公司，但只有其中一家公司上市，发起人可把剩下的两家未上市的公司的资产注入上市公司，但资产注入前须经股东大会表决，并要符合相关的法律法规的规定。所谓隐蔽资产概念就是该股有券商概念、地产概念或金融概念。只要这只股票持有这三大板块资产的股权，股价就可能飞上天，如两面针、亚泰集团等。隐蔽资产就是资产账面价值小于资产的真实价值。由于近年来地价狂涨，所以出现了大量价值重估现象。很多商业公司地产被重估，尽管其经营成果并不理想，但每股账面公允价值因地产增值可能比账面价值增加几倍。这是账面资产公允价值上升所致。投资大师彼得·林奇就喜欢找那些账面价值被低估的资产，例如，看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到一家养牛场，他关注的不是牛的价值，而是牧场的价值。

中国近年来的农业类股就是典型的隐蔽资产类股。它是资源型产业，农业地产与商业地产界限并不明显，随着商业地产奇货可居，农业地产就要粉墨登场了。例如，北大荒（600598）之类的公司动不动就有上千亩、上万亩土地。另一只股票——洞庭水殖（600257），动不动就有上千亩、上万亩鱼塘。鱼塘里的鱼不值钱，可是鱼塘很值钱，那儿储藏的水可都是稀缺资源。一句话，一个蛋值不了几毛钱，可一只鸡就可能值几十块钱。所以，以前分析公司是看其主导产品，主要研究的是“蛋”，现在分析公司更多的不是研究其产品（因为产品竞争太剧烈，利润很低没看头），而是生产的承载物——土地、商铺、厂房等，是产“蛋”的“鸡”。目前很多股票，如家电、纺织、造纸这些行业，除了行业领头的企业有看头以外，一般企业的价值不在于其产品，而在于其生产产品的场地。

发现隐蔽资产还有一招，那就是将资产分为金融资产及经营资产，这样你可以将金融资产在市盈率之外另外加价。因为在很多情况下，企业资产并不都参加营运，可能有不少非核心资产或非营运资产，而在用市盈率决断估值高低时你可能忽略了这块金融资产其实是独立的，它是可以以公允价值来计量的。

当然，你还可以用期权理论对资产进行估值。比如两个资产组，一个产生正的现金流，一个产生负的现金流，你不可以将两者直接相加，你要考虑将产生负的现金流的资产组关闭或转让，这样就只有产生正的现金流的资产组而没有产生负的现金流的资产组。在困境公司或困境反转公司中，利用期权进行估值非常有益，因为它可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能大大提升业务价值，这是期权定价的最可爱之处。原来亏损的公司，根据一般现金流折现，估值可能为负，但考虑了期权价值后，估值可能就为正了。

善用网络搜索引擎

随着中国证券市场治理结构的改革和整顿，对上市公司的要求越来越严格，尤其是对各上市公司的季报和年报资讯的发布都有严格的规定，这些标准包括股价净值比、本益比和流动资产每股净值等。如果说搜寻查考这一切在过去对投资者来说十分繁琐的话，那么，现在我们完全可以用网络搜索引擎来筛选股票，找出适合我们自身标准的公司。国际上最完善的搜索引擎是 Bloomberg，但只有订户才能使用这项服务。在眼花缭乱的各式各样的网站中，有许多很有效的搜索引擎，在中国，最著名的有金融界（http：//www.jrj.com.cn）、证券之星（http：//www.stockstar.com）、东方财富网（http：//www.eastmoney.com）、中金在线（http：//www.cnfol.com）、中国证券网（http：//www.cs.com.cn）、中国财经信息网（http：//cfi.net.cn）、和讯财经网（http：//www.hexun.com）等，而且这些网络还完全是免费的。你只要敲几下键盘，就可以根据选定的一项或多项标准，取得所有满足这些标准的股票清单。再敲一下，你还可以根据你认为最重要的标准，从高到低将它们排列整理。你可以混合、交叉比对，电脑能在瞬息间向你显示所有符合需要的一应股票资讯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每个金融或财经网络都有它们自身的强项和弱项，在资讯方面也复如此。比如，金融界爱搜（http：//isou. jrj. com. cn）有宏观和微观财经新闻、所有上市公司个股即时新闻和评论，迈博汇金（http://www. microbell. com/index. asp）的投资研究报告则汇集了机构对上市公司的最新投资研究报告，新浪财经的大单追踪（http：//bill. finance. sina. com. cn/bill/analyse. php）可以让投资者看到每天市场主力在一些价值型投资组合上的下注动向。我最喜欢的当然是搜狐证券频道（ http：//stock. business. sohu. com)。键入个股代码，就可以看到以下一些供投资者进行价值投资分析的资讯栏目：K 线走势图，包括十大股东、十大流通股股东 、基金持仓、内部人员持股等内容的持仓明细，包括重要财务指标、资产负债表、利润表、现金流量表、应收账款前五名、财务报告、数据解读、价值决策报告等的财务数据，以及我以为最重要的“投资分析”栏目，该栏目下又包括价值分析、机构底牌报告、资金流向、机构雷达、风险评测等内容。

参考名家、精英的清单

经验老到的店老板，会前往竞争对手的卖场探视，观察他们货架上究竟卖些什么，哪些货在他们的地点卖得好，哪些货又是乏人问津的。我们在为自己价值型投资货架上货时也可以采取类似店老板的经营方式，观察其他价值型投资人的作为。运用基金排名，这种观察就立刻变得非常容易。所有基金和券商，必须就其投资组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中的股票、债券每年至少提出5次申报，这是发掘有用资讯的金矿。

出现在这些基金或券商投资组合名单上的股票，都是投资基金经理人心目中的宝贝。从清单中，我们可能会找到一些在自身搜寻过程中疏忽的东西，或者可能发现值得我们进一步考虑的投资标的。若干长期纳入基金或券商投资组合的股票，因为基金和券商季报或年报推出时滞，股价可能已大幅走高或走低。季报和年报反映出来的投资组合也可能和他们现实的已作调整的投资组合不尽一致，但投资清单仍然给投资人提供了不可多得的重要的投资思路和参考，投资者可以将投资清单提供的资讯与自身投资选择和决定结合起来加以思考。这些基金和券商季报或年报还会纳入致股东信函，这些资讯能让投资者了解基金经理人的重要的投资思考脉络，了解他们对自身持股以及对市场整体的未来展望。所有这一切，你只需点击一下鼠标，就可以立刻深入了解。其中，不乏一些中国一流的价值投资型中外基金或券商经理人。

如上所述，在搜狐证券频道，当键入每一只基金重仓持有的股票代码，我们会发现由众多机构主持的“价值分析”栏目，从这一重要参考栏目中，我们可以看到中国一流价值型投资主力的思考方式。

凭线索发掘隐藏价值

观察企业合并和购并案中的买家支付的价格，是发掘投资机会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的另一法门。通过这种观察，我们可以找出内行买家认定的实际价值，售价打了相当折扣的股票。一家竞争对手，或有意接管一家公司、进军相关特定产业的较大企业，不会对这种大打折扣的现象视而不见。在大多数情况下，合并或接管案的成交价格会与投资标的的内在价格相当接近。经过成群的投资银行家、会计师以及律师们对这些交易的精打细算，价差过大的可能性微乎其微。

观察同一产业中的其他公司，运用盈余、资产或销售额等标准来衡量它们的股价，能帮助我们找到以相对于接管价削价求售、值得我们考虑的投资标的公司。在购并活动频繁的产业中，研究其他同业公司，用内行买家支付的买价比较这些公司价值，是一项颇为单纯的工作。精明的价值型投资人懂得收集购并案成交价资料，分析公司销售业绩对股价的影响程度，对比税前与息前盈余和未计利息、税项、折旧和摊销的盈余等金融数据，并配合其他比值，建立起一个专用资料库，供日后参考之用。

无论是筛选金融资料库，或观察其他精明投资人买股，你找到的是线索，凭线索发掘隐藏其中的价值。在中国上市公司超过1 000多家的情况下，要逐一进行调查，几乎是个人投资者力所不及的。寻股必须像在森林里追逐一头鹿的行踪一样，一旦知道哪些踪迹最有可能导致上佳的投资机会，猎取价值的行动就会变得轻松许多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章

对这样的股说“不”

- ✓ 避开债务过重的公司
- ✓ 拒绝劳资纠纷多的公司
- ✓ 别碰财务报表复杂的公司
- ✓ 如果不了解、不安心，请敬谢不敏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在将潜在投资标的资料收集妥当后，我们必须判定哪些股是真正价廉物美、值得投资的，哪些股则敬谢不敏。许多名列我初步名单上的公司都因为一些基本问题而怎么也卖不出好价钱，因此，股价较低。过去一两年，即便在中国大牛市道里，诸如中国银行这样看似优秀的银行股，也会出现在价值型投资标的的名单中，但这类公司最后都使投资人无利可赚或损失惨重而告终结。为达到投资致富的目的，我们必须判断一家公司的股价何以便宜，哪些公司的股价无望重振。

避开债务过重的公司

股价疲弱的第一个也是最具杀伤力的原因，是债务过重。在景气的年份，基于公司只要继续成长，就有能力在日后清偿本息的理论，拥有相当现金流通的公司可以借得巨款。但不幸的是，市场是不可预测的，未来也不可预知，而且一旦经济情势逆转，债台高筑的公司生存机会就变得小得多。例如，20 世纪末 21 世纪初的信息产业投资人认为业界荣景可以持之以恒，但随着 21 世纪初科技类股泡沫的破裂，继续高增长变得无望时，这些原来在景气时暴涨的信息产业股股价出现了连番的暴跌，沉重的利息压力使此类上市公司越来越难以招架。格雷厄姆在最后几次访谈中都谈到了一种简单测试公司是否健全的方法，即一家公司的资产应该两倍于负债。我凭借这项理论，避开了那些因债务过重而无法生存的上市公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司无法满足市场分析师的盈利预估，也是导致股价下挫的重要原因。它们因此出现在我们的投资机会清单上。分析师似乎比较专注于短期获利，而对长期获利远景却通常并不在意。数以千计的分析师盯着全国1 000多家上市公司的业绩，从而为大型机构投资人和个人提供市场预估资讯。无数投资系统的基本构筑概念，就是在公司表现超过分析师预估时买进的，反之则卖出。事实证明，尽管大量分析师的季度或年度盈利预估极端不可靠，但这种不可靠的思考在市场中仍蔚然成风，成为市场中的一种约定俗成的做法。分析师的预估精确与否，与他们薪酬多少并无关系，他们的薪酬主要来自为证券公司带来佣金的股票分析。一些大型绩优上市公司常常因为无法满足分析师的预测目标而使公司的股价屡创新低。盈余不如预估会造成股价下跌，但却为价值型买家创造了一次不可多得的买入机会。

一些周期型股票可能出现在我们潜在投资机会名单上。这里我所谓的周期型股票，指的是那些高度依赖经济大环境的股票。对食物、肥皂、纸尿片等这类日常生活必需品的购买力不会因经济景气不佳而下降，但汽车、房地产则很可能因为景气不佳而滞销，因此，诸如汽车、家电、钢铁、建筑，以及航空和旅游等产业，都会出现不景气时期，这类上市公司的股价也很可能反映这一经济不景气的事实。虽然投资者会历经长度和深度都各不相同的不景气状况，国家的宏观经济也最终能走上复苏之路，但必须要注意的是，在那些经济放缓的年份里，哪怕这个周期很短，债务沉重的周期性公司很可能遭遇无法逾越的困境甚至危机。坚持原则，不投资过度举债的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司，无疑将为你带来莫大的好处。

拒绝劳资纠纷多的公司

股价也可能因为劳动合同而跌落。在景气的时候，一些公司和产业会屈服于工会的要求，在劳动合同上作出业者当时还负担得起的让步。但其实业者不了解，这么做是在抵押未来，是在预支未来。一旦没有劳动成本重负的同业对手加入产业展开竞争，这些业者的利润将迅速消失。

在很多案例中，工会一般不愿也不会让步。要工会放弃已经到手的利益不是一件容易的事，即使这么做威胁公司的生存，工会也不会善罢甘休。从长期来看，劳动成本高或许有利或许无利于管理层或工会，但因此几乎绝对得不到好处的人则是持有该公司股权的全体股东。

公司和产业要面对的另一个问题是年金。许多大公司存在根本无力清偿年金债务的严重问题，而这些年金却是它们保证给予员工的必不可少的福利。一般来说，如果一家公司有过重的年金债，或劳资纠纷多，最好的办法就是把它们列入“敬谢不敏”的名单。

竞争激烈是上市公司股价下滑的又一原因。获利丰厚的公司的产品容易吸引新竞争对手加入进来，从而削弱原先较强的公司的生存和发展。公司所在产业若劳动成本高昂，或法律法规严格，极端严重的竞争会随之而至。其他没有这种高成本负担的公司，往往能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用较低成本来生产、销售同类型商品。

在全球经济一体化的当今，这类商品和服务成本竞逐就不断地在一些劳动力成本相对较低的发展中国家上演。2001 年中国加入世界贸易组织后，迅速成为全球制造基地，相当多种类的产品是在中国制造的。但同时中国制造业也在国际上受到其他发展中国家和地区的激烈挑战和挤压。试想一下，国际消费者宁愿支付比其他发展中国家和地区同类产品更高的价格来购买中国货吗，如是岂不有违人类天性?！近年来，人民币不断大幅升值，是中国商品在国际市场上不再具有绝对竞争力优势的元凶，于是，加剧了海外资本大量撤出中国市场转而大举入侵一些竞争力转强或持续的其他国家市场。

因此，选股时若遇到一家面临海外或境内激烈竞争的公司，而且竞争对手效率也较高，成本较低，最好的办法就是坚决不作为投资选项来加以考虑。

产品老旧过时是造成股价下挫的又一潜在致命因素。例如，一家大型的老式车制造厂，强调手工打造汽车。这家工厂能制造非常好的产品，但在消费者追求时尚、产品不断更新换代的今天，他们的产品完全没有需求。试问，你上一次买电视机室内天线，或在房顶上装天线是什么时候？这些产品或许直到今天仍还有零星小规模的需求，但以它们作为主要销售收入来源的公司可能很快面临关门大吉的命运。再以科技业为例，所谓“创意性毁灭”的速度从没有像今天这么快，这么眼花缭乱，更新更好的产品每天都在爆炸性地问世，从而使那些曾经风行一时的旧产品沦为老旧过时的产品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别碰财务报表复杂的公司

新产品对消费者自然是一个福音，但对老字号公司却是一大噩耗。一旦能从网络上下载任何影片，我们还要音像连锁店干什么？今天，你完全可以安坐家中，通过网络直接购买任何一部你想看的影片。基于同样的理由，在股市里选股时应避免产品容易因科技变化而很快变得过时的公司。

股价疲弱最危险的原因或许是企业或会计欺诈。虽说这类欺骗投资人的罪行只是少数的例外，并非常态，而且大多数执行长官都是全心投入、关怀公司和股东的领导人，但欺诈这类事还是时有所闻。近几年来，中国及国外资本市场上出现的诸如郑百文、猴王、银广夏、美国安然、世通等恶意造假案，都引起轰动和哗然。

“什么都不重要，只要财务报表数字亮丽就行”，这是 2005 年年末以来中国大牛市年份中一种甚嚣尘上的态度，许多欺诈事件就是这种市场心态的产物。虽然中国证券监管部门一再采取强有力的防堵措施，类似事件还是时有发生，不断重演。依我看，只要股市法规不健全，监管还有漏洞，若干形式的违法行为就会出现来挑战市场。想要觉察违法者的欺诈行为几乎不可能。等到事件已经发生，想补救为时已晚。而市场投资人能够做到的，就是避开那些财务报表过于复杂的公司。

最好的投资对象就是一般投资人都能了解的产业公司，套用一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

句巴菲特爱用的话，那就是，围了一条“壕沟”的公司更好。所谓“壕沟”，或者是指产品受到专利保护，或者是指产品拥有著名的消费品牌，“壕沟”也能以规模经济的形式出现。“壕沟”能产生阻遏竞争之效，但竞争总是在所难免，没有一条“壕沟”能持之久远。然而，“壕沟”能使一家公司在很多年内获取丰厚的盈利。

我喜欢投资那些自己了解的公司，而且在生活中人们对它的产品有一种持续性的需求，其中，银行业就是这样一种产业典范。只要财务资产增长，银行业也随之增长。银行还会成就许多伟大创意性的伟业。一般人总将银行视为“脑满肠肥”的旧经济遗迹，但他们没有意识到，当今若没有 ATM、银行卡或信用卡等，我们现代人的生活将会是什么样子？

如果不了解、不安心，请敬谢不敏

我也喜欢投资食品、饮料、酒类等上市公司的股票。许多这类产品日积月累建立起的品牌忠诚度，让我们日复一日、周复一周、年复一年地购买同样产品。消费者通常都有一种消费偏好，例如，如果他们最初对一个品牌的啤酒情有独钟，他们甚至可能终其一生都会购买和消费同样品牌的啤酒。从卫生纸到肉酱，等等，各种日常消费产品的情形大致一样，对它们的消费行为深受习惯的影响，消费者一般都会重复自身的消费偏好。

总之，在投资市场里，我总是以合理的质疑态度来处理我的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资标的候选名单。在营建我自身价值型投资机会的过程中，最能与我长相左右的就是那一堆“敬谢不敏”的股票：如果你对某只股票不很了解，或者感到不安，你应该把它放进“敬谢不敏”的那一堆里去。如果一家公司有太多问题，例如负债太多，存在劳资纠纷、年金等问题，或者面临激烈的竞争等，那么，这类股票也应被打人“敬谢不敏”这一另册。在营建价值型投资的过程中，我最后购进的是那些让我绝对放心，吃得下饭、睡得着觉，并愿意长抱生财的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章

看资产负债表

- ✓ 了解公司状况
- ✓ 定义资产负债表
- ✓ 几项主要财务指标的计算及其意义
- ✓ 阅读资产负债表的几个要点
- ✓ 从资产负债表中作出判断

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



了解公司状况

假设我们现在有一张投资标的候选清单，也已经判定股价便宜的原因，下一步我们要做的就是估算这家公司究竟值多少。首先，检验它的资产负债表。就像医生必须知道病人的心跳、血压等状况，基于差不多同样的道理，检验资产负债表才能了解公司的状况。医生在诊断前，必须先知道病人的一切重要症候，资产负债表就是一家公司的病历，是这家公司在特定时间点或时间段内财务状况的写照。它能显示一家公司的偿债能力，以及这家公司的经营状况。想进一步了解一家公司的确切价值、负债多少，以及面对未来有什么可资运用的资源，我们首先要看的就是资产负债表。

定义资产负债表

资产负债表表示企业在一定日期（通常为各会计期末）的财务状况（即资产、负债和所有者权益的状况）的主要会计报表。资产负债表利用会计平衡原则，将合乎会计原则的“资产、负债、所有者权益”交易科目分为“资产”和“负债及所有者权益”两大区块，在经过分录、转账、分类账、试算、调整等会计程序后，以特定日期的静态企业情况为基准，浓缩成一张报表。其功能除了企业内部纠错、调整经营方向、防止弊端外，一个很重要的功能就是让

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有阅读者在最短的时间内了解企业的经营状况。

资产负债表的基本结构通常是，各种资产按变化先后顺序逐一列在表的左方，反映单位所有的各项财产、物资、债权和权利；所有的负债和所有者权益则逐一列在表的右方。负债一般列于右上方，分别反映各种长期和短期负债的项目；所有者权益列在右下方，反映所有者的资本和盈余。左右两方的数额相等。

资产负债表必须定期对外公布和报送外部与企业有经济利害关系的各个集团（包括股票持有者，长期、短期债权人、政府有关部门）。当资产负债表列有上期期末数时，称为“比较资产负债表”，它通过前后期资产负债的比较，可以反映企业财务变动状况。根据股权有密切联系的几个独立企业的资产负债表汇总编制的资产负债表，称为“合并资产负债表”，它可以综合反映本企业以及与其股权上有联系的企业的全部财务状况。

资产负债表的组成有：

（1）资产。按资产的流动性大小不同，分为流动资产和非流动资产两类。流动资产类由货币资金、交易性金融资产、应收账款、预付账款、其他应收款、存货和待摊费用等项目组成。非流动资产类由持有至到期投资、可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、无形资产和长期待摊费用等项目组成。

（2）负债。按负债的流动性不同，分为流动负债和非流动负债两类。流动负债类由短期借款、应付账款、预收账款、应付职工薪酬、应交税费、应付股利、其他应付款、预提费用等项目组成。非流动负债类由长期借款和应付债券组成。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）所有者权益。按所有者权益的来源不同，由实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润等项目组成。

几项主要财务指标的计算及其意义

1. 反映企业财务结构是否合理的指标有：

——净资产比率＝股东权益总额/总资产。该指标主要用来反映企业的资金实力和偿债安全性，它的倒数即为负债比率。净资产比率的高低与企业资金实力成正比，但该比率过高，则说明企业财务结构不尽合理。该指标一般应在50%左右，但对于一些特大型企业来说，该指标的参照标准应有所降低。

——固定资产净值率＝固定资产净值/固定资产原值。该指标反映的是企业固定资产的新旧程度和生产能力，该指标超过75%为好。该指标对于工业企业生产能力的评价有着重要的意义。

——资本化比率＝长期负债/（长期负债＋股东股益）。该指标主要用来反映企业需要偿还的及有息长期负债占整个长期营运资金的比重，因而该指标不宜过高，一般应在20%以下。

2. 反映企业偿还债务安全性及偿债能力的指标有：

—— 流动比率＝流动资产/流动负债。该指标主要用来反映企业偿还债务的能力。一般而言，该指标应保持在2:1的水平。过高的流动比率是反映企业财务结构不尽合理的一种信息，它有可能是：

- 企业某些环节的管理较为薄弱，从而导致企业在应收账款或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存货等方面有较高的水平；

- 企业可能因经营意识较为保守而不愿扩大负债经营的规模；
- 股份制企业在以发行股票、债券，增资配股或举借长期借款等方式筹得资金后未将资金充分投入营运；等等。

但就总体而言，过高的流动比率主要反映了企业的资金没有得到充分的利用，而该比率过低，则说明企业偿债的安全性较弱。

——速动比率＝（流动资产－存货－预付费用－待摊费用）/流动负债。由于在企业流动资产中包含了一部分变现能力（流动性）很弱的存货及待摊或预付费用，为了进一步反映企业偿还短期债务的能力，通常人们都用这个比率来予以测试，因此该比率又称为“酸性试验”。在通常情况下，该比率应以1:1为好，但在实际工作中，该比率（包括流动比率）的评价标准还须根据行业特点来判定，不能一概而论。

3. 反映股东对企业净资产所拥有的权益的指标主要有：每股净资产＝股东权益总额/（股本总额×股票面额）。该指标说明股东所持的每一份股票在企业中所具有的价值，即所代表的净资产价值。该指标可以用来判断股票价格合理与否。一般来说，该指标越高，每一股股票所代表的价值就越高，但是这应该与企业的经营业绩区分开来，因为每股净资产较高可能是由于企业在股票发行时取得较高的溢价所致。

4. 在以上这些工作的基础上，对企业的财务结构、偿债能力等方面进行综合评价。值得注意的是，由于上述这些指标是单一的、片面的，因此，就需要你能够以综合、联系的眼光进行分析和评价，因为反映企业财务结构的指标往往与企业的偿债能力相矛盾。如企业净资产比率很高，说明其偿还期债务的安全性较好，但同时就反映出其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财务结构不尽合理。你的目的不同，对这些信息的评价亦会有所不同，如果你是一个长期投资者，所关心的就是企业的财务结构是否健全合理；相反，如果你以债权人的身份出现，就会非常关心该企业的债务偿还能力。最后还须说明的是，由于资产负债表仅仅反映的是企业某一方面的财务信息，因此，你要对企业有一个全面的认识，还必须结合财务报告中的其他内容进行分析，以得出正确的结论。

阅读资产负债表的几个要点

1. 浏览一下资产负债表的主要内容，你就会对企业的资产、负债及股东权益的总额及其内部各项目的构成和增减变化有一个初步的认识。企业总资产在一定程度上反映企业的经营规模，而且它的增减变化与企业负债与股东权益的变化有极大的关系，当企业股东权益的增长幅度高于资产总额的增长幅度时，说明企业的资金实力有了相对的提高；反之则说明企业规模扩大的主要原因是来自负债的大规模上升，进而说明企业的资金实力在相对降低，偿还债务的安全性亦在下降。

2. 对资产负债表的一些重要项目，尤其是期初与期末数据变化很大，或出现大额红字的项目进行进一步分析，如流动资产、流动负债、固定资产、有代价或有息的负债（如短期银行借款、长期银行借款、应付票据等）、应收账款、货币资金以及股东权益中的具体项目等。例如，企业应收账款过多，占总资产的比重过高，说明该企业资金被占用的情况较为严重，而其增长速度过快，说明该企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能因产品的市场竞争能力较弱或受经济环境的影响，企业结算工作的质量有所降低。此外，还应对报表附注说明中的应收账款账龄进行分析，应收账款的账龄越长，其收回的可能性就越小。又如，企业年初及年末的负债较多，说明企业每股的利息负担较重，但如果企业在这种情况下仍然有较好的盈利水平，说明企业产品的获利能力较佳、经营能力较强，管理者经营的风险意识较强，魄力较大。再如，在企业股东权益中，如法定的资本公积金大大超过企业的股本总额，这预示着企业将有良好的股利分配政策。但与此同时，如果企业没有充足的货币资金作保证，预计该企业将会选择送配股增资的分配方案而非采用发放现金股利的分配方案。另外，在对一些项目进行分析评价时，还要结合行业的特点进行。就房地产企业而言，如果该企业拥有较多的存货，意味着企业有可能存在较多的、正在开发的商品房基地和项目，一旦这些项目完工，将会给企业带来很高的经济效益。

3. 对一些基本财务指标进行计算，计算财务指标的数据来源主要有以下几个方面：直接从资产负债表中取得，如净资产比率；直接从利润及利润分配表中取得，如销售利润率；同时来源于资产负债表与利润及利润分配表，如应收账款周转率；部分来源于企业的账簿记录，如利息支付能力。

从资产负债表中作出判断

凭借资产负债表，你开始了解一家上市公司的账面价值究竟有多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实在。前文曾说，低股价净值比是理想投资对象的一项特性。如果一家公司的账面价值包含太多“无形资产”，例如慈善捐款，或相对于销售有过多库存，那么，投资这家公司未必像我们原来以为的那么划算。但有时，你会发现账面价值被低估。多年前进行的土地或股票投资，可能在资产负债表上以成本名目出现。这些资产经过许多年可能已经暴涨数倍，这只股票可能因此比我们原先认定的更加合算。

多年来我有过好几次这样的发现。例如在中国房地产，尤其是商业房地产没有兴起时，那些在各大城市经营百货业的上市公司，都在城市中心的最佳地段拥有大量商业性物业，以支撑它们的商业活动。经过 20 世纪 90 年代初中国房地产价格的暴涨，特别是 2002 年以来的价格暴涨，许多这类商业型上市公司的资产可能都需要进行重新估值。这也是 2006～2007 年中国大牛市中这类商业型上市公司股价突然大幅攀升的一个重要原因。例如，中国最大商业城市上海的几只商业型股票，豫园商城（600655）、新世界（600628）、华联综超（600361）、第一食品（600616），广州的广州友谊（000987），杭州的杭州解百（600814），北京的王府井（600859）和西单商场（600723），等等，不胜枚举。在商业型上市公司价值重估后，现在开始轮到正在兴起的农村土地资源的价值重估。凡是拥有大量农业型土地的上市公司将因此而大获其益，例如我们前面分析的两只重要的农业股——北大荒和洞庭水殖。

要记住，不亏本才能在投资游戏中取胜。强有力的资产负债表是公司耐力、逆境存活力的有力指标。我们在确信一家上市公司基础果然稳健之后，下一步要做的就是它的盈利展望。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章

以损益表检视赚钱能力

- ✓ 毛利率最好稳定
- ✓ 剔除特例营业收入和亏损
- ✓ 注意稀释后的每股盈余
- ✓ 观察周期走势和发行股数
- ✓ 留神资本报酬率
- ✓ 无法了解最好选择放弃

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在发现一家上市公司拥有健全的资产负债表，财务基础稳固之后，你得转而注意它的损益表。损益表是指反映企业在一定会计期的经营成果及其分配情况的会计报表。企业的经营成果通常表现为某个时期收入与费用配比而得的利润或亏损。为了正确地反映企业的利润或亏损，编入损益表的必须是按照收入确认原则确定的当期收入和按照配比原则确定的与之相应的费用。编制损益表的目的是把企业经营成果的信息，提供给报表使用者。

损益表的作用主要有以下四个方面：有助于解释、评价和预测企业的经营成果和获利能力；有助于解释、评价和预测企业的偿债能力；有助于企业管理人员进行决策；有助于考核企业管理人员的绩效。

大多数上市公司会在每一季度和每一年提供损益表。每年发表的财务报表比较有用，因为有些公司的季度营业收入起伏很大。特别是零售业者，由于业务主要出现在年终，季报差距尤大。要记住，绝大多数股票的股价是由赚钱多少来带动的。

损益表列出的第一行就是上市公司的营业或收入。这两个名词可以互换。大体上，服务业者列的是收入，制造业者列的是营业。收入或营业是上市公司的生机所系。若没有它们，公司无法获利。虽说无论哪一年的收入都很重要，但只有在与前几年作比较的情况下，它们才有意义。

大多数公司会在年报上载明前 5 年的收益。观察这种表列在第一行的收入成长数字，能让我们了解一家公司业务进展的情形。收入逐年成长是好现象，反之，每况愈下的收入应该引起投资人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的高度警觉。此外，许多公司拥有不同部门，制造不同产品，会根据部门或产品线分列收入。这种做法让人一目了然，知道收入来自何方。一个表现特别亮丽的部门，可能掩饰公司核心业务遭遇的问题；反之，业绩极差的部门也可能隐藏核心业务的整体实力。无论就收入或就净盈利而言，情况都是如此。

毛利率最好稳定

在完成收入分析之后，下一步要注意的是开支，其中有：

销售费用，是反映公司在销售商品过程中所发生的应由主营业务负担的各项费用，包括运输费、装卸费、包装费、保险费、广告费、差旅费、展览费、委托代销手续费等。

管理费用，指公司行政管理部门为管理和组织经营活动而发生的各项费用，其内容与现行的企业管理基本一致，具体包括公司经费、工会经费、职工教育经费、排污费、绿化费、税金、土地使用费（海域使用费）、土地损失补偿费、技术转让费、技术开发费、无形资产摊销、开办费摊销、业务损失补偿费、业务招待费、坏账损失、存货盘亏、毁损和报废（或盘盈）以及其他管理费用。

财务费用，指公司为筹集资金而发生的各项费用，包括公司生产经营期间发生的利息净支出（减利息收入）、汇兑净损失、调剂外汇手续费、金融机构手续费以及筹资发生的其他财务费用等。公司发生的短期借款的加息，按新制度的规定也应计入财务费用中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进货费用，指公司从进货到商品入库过程中发生的各种应由本公司负担的费用，包括运输费、装卸费、包装费、保险费、运输途中的合理损耗、商品入库前的挑选整理费等。

营业税金，是反映应由公司销售商品和提供劳务得到的营业收入负担的税金，包括产品税、增值税、营业税、出口税及城市维护建设税等几种，又称为流转税。

我们首先要观察销货成本，这是上市公司生产产品或提供服务的直接成本，它包括制作产品所需的原料和制造（劳动）成本。这个数字可能因时间不同而起伏。它所占收入的比重如果不断增加，可能意味无法转嫁给客户的成本持续调涨，从而压缩公司的获利前景。这个数字也可能显示公司正面对新竞争，获利因此缩水。开支的增加有时意味着需求的转弱，而需求转弱的原因则可能来自周期效应，或者其他非周期的原因。公司往往也会以削价手段出清存货。

将收入减去销货成本，我们得到的是毛利。毛利 = 净销售（Net Sales） - 销货成本 。其中，净销售 = 销售 - 销货退回与折让；销货成本 = 期初存货 + 购货 - 购货退回与折让 + 购货运费 - 期末存货 。毛利除以营业额，得到的就是毛利率。理想的毛利率应是相当稳定的数字，但现实中往往事与愿违，它一般会随市场对公司产品或服务需求的变化而变化。毛利率越稳定，公司业务越佳。现在，我们从毛利中减去损益表所列营业费用，即销售、总务和管理费用，得到营业获利，或称税前息前净利。营业成本是反映公司已销售商品和提供劳务等主要经营业务的实际成本。根据中国新会计制度，工业企业计算成本的方法由完全成本法改为制造成本法。其特点是把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业全部成本费用划分为制造成本和当期费用两类。制造成本是指工业产品的生产成本，包括企业在生产经营过程中实际消耗的直接材料、直接工资、其他直接支出和制造费用。企业发生的与生产经营没有直接关系和关系不密切的费用如管理费用、财务费用和销售费用不摊入产品成本，作为当期费用直接计入当期损益。营业成本占收入比重越低越好。高营业费用或不断增加的营业费用，可能意味着薪资过于浮滥，或公司在整体开支监控上欠周详。我喜欢用营业获利数字来评估一家上市公司的价值，因为任何有意收购一家上市公司的买家，最可能参考的就是这个数字。

剔除特例营业收入和亏损

营业获利减去利息开支、税款和折旧，得到的就是最后盈余。折旧反映的是公司建筑物、机械和装备等固定资产的价值，因使用损耗而出现的损失。还有一个经常加入营业获利或从营业获利中减去的项目值得我们密切关注。一家似乎以盈余 6 倍或 7 倍的低价求售的公司，可能因为卖了一家子公司或一笔房地产一次性获得巨额营业收入，从而使盈余突然大幅膨胀。由于这类一时性营业收入不大可能每年或经常出现，我们需要将之剔除。这些营业收入都是特例，我们无法预知这家公司以后是否还会再造这种业绩。一家公司也可能出现特例亏损事件，例如因为关闭一个赔钱的部门而出现亏损，这类事件对这家公司今后营运不具任何重演效应。你或许可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

判定，若去除这类亏损，它明年的盈余会更高，因此它的股价或许比你原先想象的还要便宜。

注意稀释后的每股盈余

在计入所有开支后，现在你有了净利数字，可以算出用来评估股票的每股盈余。用净利除以发行股数，得到的就是这家上市公司的每股盈余。很简单，不是吗？事实上没那么简单。许多上市公司为主管提供可以转换为股票的选择权，或者发行债券、优先股，或可以转换股数的认股证。基于这种理由，你必须另行估算出一旦这些转换为股票、经稀释之后的每股盈余。如果这项数字较原始每股盈余低了很多，则是一个警讯，预示着这些股票未必像一眼看来那么便宜。在这个项目上，无论判定的是一般性，还是全面稀释的每股盈余，我仍然喜欢运用税前和息前盈余。依我之见，这是较精确的企业盈余力评估标准。

观察周期走势和发行股数

损益表中最能展现事实真相的，是 5 年或 10 年的走势。收入上扬或下滑；收支是否平衡；获利是保持一贯还是时高时低；盈余是不是像那些经济敏感度高的公司一样，呈现一种周期形态；获利是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

否持续成长；是否有大量一时性付款或得款事情，从而隐含这家公司有可能在制造或玩弄数字游戏?

我同时还会密切注意发行股数。发行股数不断增加，可能意谓着公司给予主管的股票选择权过多。这种情形会使我们投资者的投资报酬缩水。发行股数的增加还可能表示，这家公司的资金主要靠的是股票发行，而不是盈余。发行股数不断减少，意指公司正积极回收自己的股票，这通常是一个好现象。但同时要留心观察公司是否言行一致。有时一家公司宣布有意收购股票，但事实上并没有这么做。根据损益表，我可以逐年比对，发现发行股数是否真的不断递减。

留神资本报酬率

在对一家上市公司盈余有了正确概念后，你可以全神贯注于其他重要比值。我一般会注意的一项较重要比值是资本报酬率。这项比值的算法，是用任何指定年份的盈余除以创业年份的资本、股东权益和负债之和。这是评估公司凭借所用资本可以赚多少钱的好办法。相对于资本报酬率低的公司，资本报酬率高的公司靠自己赚钱成长的概率大得多。

在这里，你同样应该留神走势，最低限度，我希望稳健的走势。稳定的资本报酬率的持续增加，显示公司管理层每年在投资和获利再投资方面表现佳；反之，资本报酬率下挫，特别是持续下挫，可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能意指管理层没能使企业真正成长，没能在与获利能力同等的层面上进行再投资。

理想的上市公司以高资本报酬率进行再投资，因此需要更多的资金。但实情往往并非如此。再投资于企业的每 1 元盈余，赚得的报酬常比先前投入的 1 元为低。其中一个典型的例子就是 20 世纪 80 年代的菲利普·莫里斯（Philip Morris）。菲利普·莫里斯是获利最丰厚的美国上市公司，但由于它做的是法律有限制的烟草生意，这家公司的股价仅为税后盈余的 9 倍。菲利普·莫里斯不能将盈余再投资于烟草，只因为它获利太丰，根本无须进行新的投资。这家公司于是一连收购多家食品公司，希望重塑公司形象。它分别以 15 倍和几乎 20 倍盈余的价格，收购 General Foods 和 Kraft Foods。它若以 9 倍盈余买回自己的股票，岂不更划算、更低廉？如果菲利普·莫里斯收购自己的股票，支付优厚股利，它的投资人岂不更开心？

无法了解最好选择放弃

盈利率也是一项应该考虑的重要因素。所谓盈利率就是盈余除以总收入。如果一家公司可以不断提升盈利率，销货新赚进的每一块钱都会对营业产生杠杆效应。同样，我在这个项目上的最低要求是，盈利率必须在一段时期内保持一致。密切关注净盈利率的投资人，应该也能密切关注过去几年里电信、电脑和汽车等产业的削价对其盈余构成的负面冲击，从而在股价重挫前得以机灵地卖出脱身。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈利率的持续下挫，也显示出经常开支的泛滥、管理层的不够用心，抑或是割喉式的激烈竞争，所有这些都应在选择价值型投资标的过程中极力避免。

一开始，分析损益表或许看似很难。事实并非如此。一旦有了一个基本了解，知道你在这繁多的数字中要找的是什么，进行重要的计算和比对工作相形之下就会显得单纯许多。如果你无法了解一家公司的损益表，只需把这家公司放进“敬谢不敏”那堆档案里去就是了，不必觉得自己不够聪明，搞不懂这家公司。许多以精明著称的专业分析师搞不懂损益表，轻易迷信一只股票，到头来终尝苦果。

现在你已拟出一张投资标的清单，也已认定它们都有健全的资产负债表，盈余状况也很好，下一步就是总结一切，为你的选股做最后定案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章

初步价值测试

- ✓ 开源节流能力
- ✓ 亏损和成长的比例
- ✓ 在业界地位如何
- ✓ 自家人的看法和做法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你如果真想深入了解一家上市公司，真想探讨它的竞争态势和成长远景，应该提出一连串问题。账面价值、本益比、资产负债表等评估标准都是判定投资对象的关键。但如果成功的投资就像数学公式一般简单，每个人的投资组合必定只赚不赔。事实是，最佳投资对象的确认，多少也是一门艺术，因为你应该更详尽地分析你的清单。你需要进一步钻研，才能深入了解这些公司如何营运，如何在竞争中脱颖而出，保持不败的。一旦取得这些疑问的答案，你才能对一家公司以及它作为成功投资对象的潜能有更深入的认识。

1. 这家公司产品定价的展望如何，能提高价格吗？如果成本不随之增加，产品售价每增加 1 元，公司税前营业收入也会增加 1 元。一家公司的一项产品如果需求很大，这家公司可以轻松提高售价以增加盈利。如果成本不变，因此多赚进的每 1 元都将列入直接盈利项目的名下。有很长一段期间，我们上述的那个做烟草生意的美国菲利普·莫里斯公司几乎可以随心所欲地调涨香烟价格。在中国，由于人口众多，以及中产阶级的迅速崛起，对中国第一国酒——贵州茅台的需求出现持续强劲增长，茅台公司完全可以用高于竞争对手的价格出售它的任何一种产品。然而，科技类公司的生存就另当别论了，它们的竞争环境异常激烈，想涨价就很难。百货超市情况亦然，世界最大的百货超市——沃尔玛能以低价大量进货，加上效率高，其他成本相对降低，因而能对所有对手形成降价压力。此外，如果在特定产业中，一项产品需求因为经济的或非经济的原因每况愈下，那么，营运商无论手段有多高明，想涨价也难上加难。

过去几年，由于若干事件和趋势使然，某些产业（例如中国的钢铁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业）能在没有最高限制的情况下调涨价格。由于人口对房屋的需求有增无减，房地产商得以涨价。由于气候变暖和环境因过度使用变差，自然灾害现象频仍，越来越多个人、家庭以及企业忙着购买额外灾难险种，保险公司的保险产品得以涨价。产业中的竞争越温和，涨价越容易。

开源节流能力

2. 这家公司能提高销售吗，销售量的远景如何？毛利率若维持不变，销售量提升 10% 能使毛利增加 10%。如果其他成本不增加，税前营业收入也可以增加这么多。增加获利最简单的办法就是销售更多的产品或服务。假设成本维持大体不变，每多卖一个单位都能增加公司盈利。20 世纪 90 年代初期因医疗改革恐慌，强生药厂股价重挫，但它的基本业务情况并未恶化。人口老龄化问题不仅将导致处方药，也将造成 Tylenol 这类成品药的需求大增。最近在观察中国南方一家制造保护服企业时，我发现，由于政府对企业安全的要求越来越严厉，它的产品需求明显增多。

不过，你必须确定，销售业绩增加并不是由促销或贱卖引起的。关注这一点很重要。2005 年，美国汽车公司销售额大幅增加，但即使赚了钱，金额也少得可怜。它们向每一位购车人推出友人和家属的特价计划，结果导致盈利的损失。还有一些公司根本无力增加销售，例如，中国的北京旅游就是一例。既然可以在网上预订机票和旅馆，谁还会光顾旅行社呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 这家公司能否在现有销售基础上增加获利；作为营业额百分比的毛利率前景如何；一旦价格、业务搭配的做法，或者特定销货成本出现变化，毛利率可望增加或减少多少；如果不可能提升销售，是否可能从既有销售中获得更多盈利；这家公司能不能改变供应商或运输方法，削减产品成本；或者说，那些竞争力无法超越前述的贵州茅台的白酒制造企业，是否能改变产品搭配，将重点摆在盈利较高的中低档酒上，以提升盈利率？

在美国，2006 年，迫于发行欲振乏力，广告业绩日减，许多大型媒体公司不得不将业务重心移出原本作为核心的报业。其中包括出版《纽约时报》（New York Times）和《论坛报》（Tribute）等的著名公司，纷纷重兵进驻获利较高的在线网络，以提升整体盈利和营业收入，就是例证。只要能从特定产品线取得更多利益，沃尔玛绝不会容情，它会立即改变供应商。近 10 年来，沃尔玛营销两个环节的触角转向人口众多的中国，从而大大减少了劳动力成本，同时又大大增加了销售量；极大地提高了盈利和营业收入。

有些上市公司无力控制它们最基本的成本，对此我也很关注。如果全球石油短缺，国际油价不断攀升暴涨，经营运输或航空业类的上市公司，会因为无力控制还在不断上涨的燃料价格而成本不断上升，盈利不断下降。钢铁公司因漫长的运输线而成本增加，同时无力控制海外购煤、铁矿石等的价格上涨，加剧了这种成本增加趋势。

4. 这家上市公司能否控制开支；其营销、总务和管理成本，以及获利展望如何；公司在开支做法上是否出现任何变化；如果有变化，是些什么变化；这家公司能不能进行无关乎产品制造的削减开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支；它的经常性开支、薪资和其他员工开支是否高得离谱；这家公司能否关闭成本高昂或老旧过时的生产设施；有没有新科技创新能让该公司提升整体盈利率；能不能解雇员工以减少经常性开支；能不能取得较低息贷款调整债务，并用省下来的钱增加盈利?

公司往往一不留神就让开支失控，于是必须削减开支以重振盈利能力。无论是办公室文具还是医疗保险成本项下省下哪怕一块钱，都将沉淀于损益表里，最终提升公司的盈利能力。

5. 如果一家上市公司确实增加了销售，其中有多少能将销售增加额加注到盈利项上去？如果能在不必付出额外成本的情况增加销售，每一块钱都能直接注入盈利。但如果一家公司必须聘用额外业务员、建造新厂房，或者增加运输成本，才能改善销售业绩的话，那么，增加的业绩不能全数转换为盈利。如前文所述，如果销售业绩的改善靠的是促销和削价贱卖，盈利率会很低。增加营业收入和市场占有率的成本，往往会造成盈利率下挫，甚至减少公司的盈利。这种情况在科技创业公司那里屡见不鲜，因为在科技产业，增加业务成本很可能超越业务的盈利潜能。但是，有些公司既能取得惊人的营业收入成长，同时还能保持甚至增加税前盈利。美国著名的沃尔玛公司就是这样一个成功的范例。

亏损和成长的比例

6. 上市公司的盈利能力是否能一如既往地保持，至少不输其竞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

争对手？我常见一家公司盈利大不如前。如果只是因为一个暂时性问题导致盈利下降，这家公司应能重建盈利能力。它之所以失血，可能出于管理层的错误，或一项在市场上乏人问津的新产品，或一些一时失控的开支。盈利下挫也可能是外在原因造成的，例如利率调涨，或者是因为当时普遍出现的状况，例如能源或原材料成本高涨，使许多相关公司盈利缩水。对外贸公司来说，近年来人民币大幅升值可能是其盈利下降的最重要的原因之一。一旦找到原因，你就可以判断这家公司能否解决问题，将盈利恢复到原有水平。如果发现一家公司的盈利能力和业界其他公司相去甚远，我就想知道它的竞争对手究竟采用什么手段打败它的，它的管理层又是否能通过改革迎头赶上竞争对手。

7. 上市公司是否支付或拨备了日后不必再付费的一时性开支？一时性开支或付费，往往造成公司盈余暂时下挫，这类开支可能是一项合并或购并的衍生成本，或关厂造成的成本。其他一时性开支还包括常见于烟草和军火公司的诉讼，或关闭亏损部门的成本等。如果确属一时性开支，投资人就可以假定盈余能恢复到原有水平，股价终能上扬。

8. 上市公司有没有可以抛弃的亏损业务？一家上市公司属下通常有很多部门和子公司，其中，一家或少数几家部门或子公司亏损。例如，零售连锁业者旗下一些分店，业绩不及大多数分店水平。如果将这类部门或分店出售或关闭，及早止损，公司盈余自然会增加。中国国内上市公司中最经典的案例就是专营电子信息产业的 TCL 集团。

2004 年，TCL 集团总裁李东生推动了一场 TCL 收购国际品牌汤姆逊的彩电业务、重组阿尔卡特手机业务的电讯革命。但 2005 年集

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

团财务报表显示，2004 年在取得销售额 402.8 亿元、同比上升 42.57% 的前提下，净利润却大幅下挫 57.03%，为 2.4 亿元。而 TCL 多媒体和 TCL 通讯的业绩也不理想，最受瞩目的是 TCL 通讯的手机业务贡献欠佳，影响集团股东应占盈利较 2003 年大幅下降 128.6%，亏损 2.24 亿港元，多媒体方面纯利只有 3.17 亿港元，同比下降 51%。导致 TCL 整体业绩下滑最主要的部分就是其彩电合资公司 TTE、手机合资公司 TCL 阿尔卡特（TA）和控股子公司 TCL 移动。事实上，TCL 集团 2004 年并购阿尔卡特手机业务后，双方的合资公司一直存在诸多难以磨合的矛盾。

2005 年 5 月 17 日，TCL 集团及 TCL 通讯同时发布资产收购公告称，TCL 通讯已于 5 月 11 日与阿尔卡特全资子公司 Alcatel Participations（以下简称 AP）签订一个框架协议，TCL 通讯将以向 AP 定向发行股票的方式，从 AP 公司手中收购阿尔卡特通过 AP 直接在 T&A 持有的 45% 股权，"本次收购后 TCL 通讯科技持有 T&A 公司的股权将由 55% 变更为 100%"。也就是说，TCL 与阿尔卡特的合资关系将从 4 年变成 8 个月，提前终止。

提前终止的目的只有一个：止亏。2008 年 4 月 30 日，TCL 集团、TCL 多媒体、TCL 通讯三家"TCL 系"的上市公司同时发布了实现经营性盈利的 2008 年第一季度报告，这是 2004 年 TCL 进行跨国并购后首次三家公司同时盈利。"2008 年第一季度，TCL 集团的资产负债率多年来第一次下降到 70% 的安全线内。"李东生说。与此同时，TCL（000100）的股价也在发表盈利报告前后出现了暴涨局面。

在许多案例中，公司只需将亏损的营运脱手，就能大幅提升股价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9. 上市公司能否迎合市场权威分析师的口味？尽管我在选股或分析股价时几乎不以市场或机构的评估为依据，但我希望知道公司管理层是否乐意接受这种评估。如果公司管理层认为市场分析师或机构估值不准确，那么，公司达不到盈余目标能导致股价下挫，超过盈余目标则又能造成股价上扬。

10. 这家公司在今后5年能有多少成长；如何达成这种成长；这家公司认为它在今后5年能将业务扩展到什么程度？我要对这个问题有所了解。管理层对公司扩展业务能力充满信心，或缺乏信心，能给我一个清清楚楚的信号，让我知道公司股票有多少由黑翻红的成长潜能。我还要知道这家公司打算如何达成成长目标。它有意在新地点设立分支，进军和开拓新兴市场吗；准备购并其他公司以增加盈余吗；会不会为达到这种成长而牺牲盈利率和投资报酬率？我希望知道公司管理层确有达到成长目标的计划，而且能妥善处理成长所需的成本和开支问题。如果营业额的增加不能带来更多盈利，那么，只是增加营业额还是不够的。

11. 上市公司如何开展业务以带来额外现金；未以股利形式回馈股东的每一元获利，都将为公司拥有，管理层准备如何处理；如果公司获利甚丰，赚了许多钱，它打算如何运用这些钱；是否计划增加股利；是否有投资新分店或工厂的意愿；多出来的资金还能用来购并其他公司，或收购股票吗？我要知道公司对这类投资的报酬期望。妥善运用过剩的现金流，可以大幅强化企业盈余，增加未来数年的盈利能力，这对股价的上升无疑是个好兆头。当然，如果过剩资金运用不当，也可能导致盈利和报酬的递减。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在业界地位如何

12. 上市公司对竞争对手的作为有多少盘算？了解竞争对手计划做些什么，绝对是正确的商业做法，至少也应大体上有所了解。当一家汽车公司决定运用促销退款方式刺激销售时，所有其他业者也都必须跟风采取类似对策，否则业绩将有重挫之险。伊利股份若推出广受欢迎的新饮品，蒙牛和光明可能不得不花大笔钱，研究开发一些可与之匹敌的新饮品，否则将有市场占有被拱手相让之虞。在美国市场上，如果沃尔玛推出扩展计划，对大型杂货连锁业绝对是一个噩耗。没有人能与世隔绝，也没有一家公司能在绝无竞争的真空状态中特立独行地运作，公司必须面对竞争，因应失当，则营业收入和盈利会被竞争对手夺去。

13. 就财务而言，这家上市公司与业界其他公司相比如何？我会关注一家公司面对竞争的表现。这些竞争对手是否拥有同样的投资报酬；这家公司负债较同业高还是低？这家公司如果负债较直接竞争对手多得多，债务成本可能使它在今后数年都无力跟上竞争时代的潮流。市场对这家公司又是如何评价的；为什么在同样的行业，在同一个竞争市场里，其中一个公司能够以达到30倍盈余卖股，而另一家股价却只能达到盈余的20倍；有没有什么其他投资人洞察而我疏漏之处？

14. 这家上市公司如果出售，究竟可以值多少？在评估股票价值的日常作业中，这个问题变得越来越重要。在考虑任何一只股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，我会观察最近收购公司的买卖行动，研究它们究竟是在什么盈余和账面价值层面上进行交易的。

自家人的看法和做法

15. 这家上市公司是否计划收购股票？如果一家公司宣布收购股票，我会审视它每一季的已发行股数，查证它是否真的这么做了。并非每一家公司都会遵照宣布的意向真的买回自己的股票，更何况，许多收购行动的目的只是为了对付选择权释股而已。我要看清楚，公司已发行股票数量是否真的减少了。

16. 内线人士在做些什么；内线人士（公司管理层）在买，还是在卖？前文谈到内线人士买进时具有正面利好影响，但并不等于说他们的卖出就一定是买进的反面，代表一种负面信息。有时他们只是基于个人理由而卖股。我们要观察的是形态。一位内线人士偶一为之的卖股可能并无意义，但如果许多主管和董事的持续卖股，则明显表明公司管理层认为市场过度高估公司价值，他们要见好就收，落袋为安了。

经过这么多项目检验，对于通过我初步价值测试的公司，我有了更精确的认识。我看得出，哪些公司很可能通过扩展业务和控制开支等手段提升其股价。我可以判定管理层对公司前途是否深具信心。我会将通过这些质疑的最后具备优质成长潜能的公司纳入我的投资组合中来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章

投资是马拉松，不是百米赛

- ✓ 想赢就不能缺席
- ✓ 多数人是买高卖低
- ✓ 算准时机的概率等于零

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许多人相信，取得最高市场报酬的最速之道是选对时机进行短线操作。如果在网络搜寻引擎上键人“市场时机”这个几个字，你会得到好几十万项资讯。书店和网站也同样充斥着这类教你如何短线操作股票致富的论述。它们教你买进股票时如何选低，卖出时又如何选高。它们运用各式各样的研究，甚至运用星象占卜来判定股价何时将有长进，何时可能下挫。

有人相信，一年的某个月，或一周的某一天能预言股价涨跌。你常会听到他们说：“五月卖，退出股市。”但我投资十多年了，还没有见到任何一种能凭借时机判断进行短线操作而有效的策略。许多年来，各式投资理论生生灭灭。就短期而言，任何一种预测都可能作出一两次精确的判断，但最后这些预测都因不准确而为投资大众遗忘、抛弃。我当然是完全不相信有人能精确而持续地掌握短期市场动向。在这一方面，学者的研究成果又一次佐证了我的这一观点。

想赢就不能缺席

事情其实很简单。在市场上，投资潜在报酬最高的价值型股票，比设法掌握时机的做法效果来得更佳。80% ~90% 的股票报酬出现在投资时间 2% ~7% 的时段。事实上，美国著名学者兼基金经理森富·伯恩斯坦（Sanford Bernstein）的一项研究表明，从 1926 年到 1993 年间，在投资报酬率最高的 60 个月里，7% 的时段平均报酬率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高达11%，其余月份，即93%的时段，投资报酬率仅有1%。我也发现，要想有效地预测股票表现最好的这7%时段，实在比登天还难。

对于长期投资人，真正的投资风险和威胁来自市场以外、重大事故发生之际。有时，你得承受一些暂时性的市场疲弱。这是每一个投资者都必须接受的一个现实！长期价值型投资，就像从上海飞往乌鲁木齐一样，飞机经过西安的时候，你可能遭遇到一些气流，但只要飞机性能良好，你没有理由跳伞逃生。最后，你终能安全抵达目的地，甚至还很可能准时到站。投资的情形也一样。如果投资组合结构健全，你无须因市场的暂时波动而退出市场，你最后总能达到你所设定的财务目标。

现实状况是（而且是有实证的），投资报酬的最大宗出现在很短时段里，但想辨认这些时段作为进场依据，几乎不可能。这里有两个同样重要的议题：（1）短期时机的策略行不通；（2）你必须在近乎全时段地全额投资市场，才能在股价涨幅最高的时候把握时机，取得最高报酬。想赢得就不能投机性地缺席！

预测短期股市走向，是傻瓜才会玩的游戏，对投资大众有害无利。就长期而言，市场只会上扬，过去如此，今后也仍将一直如此。想预测市场时机的投资人认为，他们完全可以在股价上扬的时候进场大捞一把，然后在股价下挫时全身而退。这么做，与驾驶人遇到塞车时在高速公路上频频换道的做法如出一辙。他们自认可以挑选一条能让他在之后100公里开得较快的车道上行驶。但这种做法从来行不通！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多数人是买高卖低

“买低卖高”现象不是说没有，但无论如何只是一种小概率事件。这种做法或许能让你超前短短一段时间，但一旦出现无法预知的突发事件，例如，美国“9·11”悲剧，2007年至2008年美国次级贷款危机，2008年在中国发生的冰雪和大地震灾害，甚至发生地缘政治事件、天气状况突变等，你的利得很快就可能化为乌有。佣金、税款等交易成本的增加，也会减少你的短线获利。

各类研究都证明，大多数投资人会通过许多方式，在许多状况下买高卖低。美国投资大师、富达麦哲伦（Fidelity Megellan）经理彼得·林奇认为，基金投资人有半数以上亏损，所以出现这种状况是因为，那些基金若出现两三季好景，投资就会用尽；若一连两三季财务报表不佳，资金又会撤出。

诺贝尔奖得主威廉·夏普（William Sharpe）发现，意图预测市场时机的投资人必须在82%时段都能正确判断的情况下，投资报酬才能和买股长抱的投资人并驾齐驱。想作出这么精确的判断，谈何容易！但长期价值型投资人却能不费吹灰之力，达到同样的效果。其他研究显示，判断市场时机的做法存在的风险，几乎是潜在报酬的两倍！

在1985年至2005年间，标准普尔500指数年均复利报酬为11.9%，在这20年间，投资标准普尔500指数基金的10 000美元，会增加到94 555美元。但最近的一项研究指出，一般投资人在这段期间的复利报酬均值仅为3.9%，投资10 000美元只能得到21 422

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元。何以出现如此大的差距？这项研究报告继续指出，大多数投资人在股市下挫时选择了抽身逃离，认为股市会持续疲软下跌。股市一旦反弹，他们又返回市场，但却错失了反弹最强劲的时机。

保持长期投资存在价格选项过多的棘手问题。我们可以对自己所有持股的价值进行每天、每分钟的测试。但同时我们也看到它们随各种短期因素不断起伏波动，市场波动再加上种种资讯渗透进来影响我们，我们的神经高度紧张。我有一位朋友就是这种情况的最好写照。

他是一位成功的商用不动产经纪人，市场旺的时候他每年至少可以存下半数收入。以往他把钱长期用来投资股票，而且也有能力不去动用这些投资。但眼见股价每天上下波动，令他难以忍受。如果他拥有的某只股票在某一天以低价作收，他就会一整天变得抑郁不快。他受不了这种市场折磨，于是决定改变自己的投资策略，将原来投资股票市场的资金悉数移作投资政府公债。他持有大约 700 000 元市值的政府公债。他定期收取利息支票，然后开心地把利息再投资。

根据我的估算，在之后 10 年，假定利息为 5%，他的政府公债组合可以增加到 1 140 226 元。但如果把同样资金投资于沪深 300 指数，以年复利报酬率 15.3% 计算，他应该可以拥有2 906 639元的收入。因为他当初没有将资金投资在收益更好的股票上，他在以后的 10 年整整损失了 1 766 413 元。

算准时机的概率等于零

根据美国世纪投资（American Century Investments）的一项研究，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果投资者从1990年至2005年全程参与股市，并历经种种兴衰起伏（从1990年的股市发烧到2000年至2002年因信息产业泡沫破裂抛售），一直力挺到底，投资10 000美元可以增至51 354美元。如果错失这15年间最佳时机的10天黄金时段，报酬会减少到31 994美元。如果错失这期间的30天黄金时段，在180个月中没能把握这一个月机会，报酬则只有15 730美元。万一不幸错过了50天的发财机会，投资者会成为输家，原来的10 000美元就只剩下9 030美元了。

你会无时无刻估算自身拥有的其他财物吗；如果有人每天为你的房子估价，还在当地报纸上登出报价，你的反应会是什么；如果因为一家邻居整理草坪而使你的房价跌了2%，或者因为地方政府要在你的物业旁架设高架而使你的楼价下跌了10%，你一定会为此恐慌不已，忙着搬家吗？反过来，如果物业公司将原来你居住的楼前面的一棵大树锯掉，从而房前景观改善使你的房价突然上涨了8%，你兴奋不已之余，会将它卖了吗？以绝佳价格买进的一家优秀企业的股票和房地产一样，同属长期资产。处理这种投资组合也理应和处理房地产一样。

事实证明，想持续算准股市进出时机，概率几乎等于零。长期投资能撑过市场的颠簸。重要的是，价值型投资人还较他人多了一分安全感，因为他们知道，他们持有的股票拥有一项或多项长抱就能胜出的特性，而且他们在投资选股时，极为重视安全边际。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章

预测市场无效

- ✓ 预测股市，就跟预测天气一样
- ✓ 分析师预测市场线路图
- ✓ 公司预测能力不比别人强
- ✓ 一大堆预测失败的例证
- ✓ 呼唤投资股市的创新模式
- ✓ 市场的不可测性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在中国，每年有成千上万的财经专业学生从一流的商学院毕业，他们都学到的是同样的投资公式、同样的买卖策略、同样的评估方法和同样的预测模型，难怪很少有人能超越别人，且能长期战胜股票市场。他们甚至还愚蠢地发誓要战胜对方，这只能说是徒有雄心壮志而已。这些毕业生就是今日中国股市上的策略分析师、分析师和基金经理人。

亚里士多德曾经写道，人类天生具有预知未来的渴望。亚里士多德描述的正是华尔街的那些投资者们。许多领取高薪的策略师、经济学家等整天花费大量的时间在寻找明日的获利股，预测利率变化、经济发展状况或公司的未来走势、政府未来的政策动向。更多的分析师们在电脑上绘制股价走势图，试图预测明天股价走势的突破点。还有人用不知哪里弄来的复杂模型预测今后 6 到 12 个月里将会出现的表现最佳的产业或经济区域。其后，成千上万的经纪人将这些卖弄学问的预测包装后大肆推销，引诱投资人来购买。同样，还有成千上万的营销队伍不遗余力地推销这样的市场观点，带着急不可耐的样子从退休金、企业年金和保险金中套取更多的钱投入到包括私募和公募的共同基金中来。在商业味浓重的中国资本投资市场，这样做的目的只有一个，从预测中渔利。投资大师费雪在 1958 年指出："我相信用于预测商业趋势的经济学，就好像是中世纪炼金术时代的那种所谓的科学。我们不禁要问：与其试图从随机或不完整的事件序列中预测经济的未来走势，不如把这么巨大的心力放在做其他更有用处的事情上，其成就不知要大多少倍。"①

---

① 罗伯・海格斯壮：《核心投资法则：沃伦・巴菲特的投资组合》，中文版，229 页，台北，商业周刊出版股份有限公司，1999。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预测股市，就跟预测天气一样

事实是，预测公司的未来，预测经济和股市的走向，就跟预测天气一样根本无法十分准确。如果说预测明天的气温还较简单，那么预测经济和股市的未来走向却是一个要复杂得多的社会现象。图14－1显示预测未来的可能结果，其结果是，预测的时间越长，其误差范围就越像抛物线一样快速加大。不论预测的是未来股价、盈利率、销售额还是经济趋势，除了极个别的特殊例子外，上述的这一抛物线特征几乎都成立。

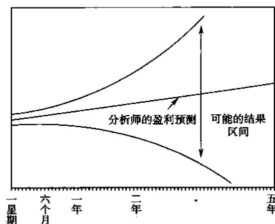


图14－1　时间对于盈利预测的影响

这是因为，随着时间持续向后推移，变数不断在变，同时又加进了许多新的变数，所以大部分预测都无解。例如，只要一个季度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



过去了，市场分析师就立刻要修正他们的模型。他们试图确定“下一阶段的盈利”或者“5 年盈利增长率”是多少，这就如同追逐一个不断移动的目标，是徒劳无益的。少数的预测分析师即使偶尔能预测到公司未来盈利的情形，但在很多时候也都只是一种幸运而已：所幸没有发生经济萧条；利率没有调升或调降；公司最高执行长官未死于空难；公司并未失去主要订单；税务官员未对进口货课征关税；美元汇率未波动；公司未增发股票、增加长期债务或回购股票；公司未推出更畅销或更差劲的产品；公司未使用会计手段来使盈利膨胀。凡此种种，不一而足，但终究是一种偶然情形，不具有普遍性。

看看“专家”的实际预测成绩，真是惨不忍睹。90% 的经济学家没能预测到 20 世纪 90 年代美国经济的不景气。20 世纪 90 年代初，大型投资机构曾经预测墨西哥股市的多头市场即将来临，但没有多久该国政府就放任本国货币比索大幅贬值，并引发了有史以来最大一次的股价狂泻。试问：谁又能预测到这一节外生枝的政府行为呢？同样没有人预测到美国利率会从 1991 年起连续 7 年走低。1994 年到 1998 年间，资深市场分析师曾多次错估空头市场降临的时间。很少有分析师预见到 20 世纪 70 年代末期的超高速通货膨胀。当华尔街终于意识到通货膨胀的上升趋势不可逆转时，它继而又错误地预测通货膨胀还会继续上升，并向投资人打包票，黄金会涨到每盎司 2 000 美元、石油每桶 100 美元。就在同一时期，在大部分经济学家都对摇摇欲坠的美国钢铁产业不抱希望之际，钢铁业却在 20 世纪 90 年代止跌反弹，再度成为全世界最有效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率、最赚钱的产业。同样，又有谁预测到了 2008 年美国金融大海啸引发的全球经济大衰退？

虽然基金、券商等机构、组织每年花费成千上万的经费来研究上市公司的表现，并发表盈利预测，但研究一再表明，它们的预测经常带有各种各样的偏见或瑕疵。在 1996 年一份十分详细的研究中，美国德雷曼价值管理公司总裁德雷曼考察了从 1973 年到 1996 年的 23 年间分析师对于一家公司的盈利预测，他发现，如果分析师连续四个季度以低于 5% 的误差预估公司的季盈利，其准确预估的概率只有二十万分之一。研究发现，事实上，分析师常常会提出过度乐观的建议。研究还发现，有些分析师故意忽略不计或遗忘公司的差劲表现而作出预测，原因是他们与上市公司保持着非常微妙的关系。尤其是那些被聘协助企业承销股票公开发行上市的分析师，他们所作的盈利预测通常超出别人甚多，而且所推荐的股票往往在后几个季度的表现都一直落后于市场。

分析师预测市场线路图

分析师往往是在各种压力下发布有利于公司的看法的，通常无法发现问题的症结，所以投资人实际上是买了根子上有问题的股票。在市场上，很少有投资人知道绝大多数分析师的工作量，后者要追踪太多的公司，以致根本无法静下心来对公司进行仔细的研究和查证。他们的报酬来自博取公司的好感以争取到更多的承销业务，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作预测并不是他们的强项。

紧接着，成群的基金经理人为了提出最佳季度或年度业绩报告，便以分析师有失偏颇的盈利预测作为依据，抢进抢出股票，以博取短线获利机会。他们每天被不为投资人所知的压力折磨着。一般基金经理人的持股种类多到难以监控，而且每个月还有投资人在不断涌入。由于每季度必须向投资人交出一份优良的绩效报告，他们通常采取的是先买进股票然后再进行评估的方式。一开始，许多基金经理人也设法采用买进抱牢的合理策略，但最后只能落到紧盯报价屏幕、猜测企业短期盈利以追求蝇头小利的地步。因为他们若不这样做，就可能落后于同业或大盘指数。结果，连这些基金经理人也养成了从众心理，并采取快速不理性地进出股票的投资策略。而不为市场投资人所知的是，他们投资下单买进大量股票的依据却是真假混杂的信息，有时甚至是谣传。

最后，基金经理人赖以决策的基础就变成了分析师的个人臆测，而这些臆测还得配上上市公司的提示。由于上市公司早已摸清了投资人的心理和投资过程，为了不让华尔街失望，它们会采取会计伎俩，在账面上作出盈利的可预测性，这样可以和券商、基金集团等机构投资人维系长期良好的关系。

我们可以用“循环”这个词来说明他们之间的关系，即公司总裁预估几个月后的盈利以吊起饥渴的分析师的胃口，好让他们诱导基金经理人下数亿、数十亿美元的大赌注。

错误的预测导致的悲惨后果可以想见。即使分析师估计错误的概率在80%以上，参与游戏的各方仍然视而不见。没有人愿意承认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己死抱着垃圾股，也没有人愿意错失预估的波段行情。这是一个自负的自我判断、自我断言涨升导向的体系，只要基本面看上去不破坏这个循环体系即可。1929 年股市的崩盘就是由上述这样的信息循环系统出错引发的。随着股价越涨越高，投资人也越重视近利。盈利预估调升即抢进，预计无法达成目标的公司股票即被抛出。股价不断高涨，以至于买进的股票在基本面上再也站不住脚。市场终于在一片泡沫中崩塌了。所以，投资人一定要避免紧跟这种追涨杀跌的潮流，因为这一潮流通往无底的深渊。一旦用短期获利的思维方式来支撑自身的投资行为，肯定就会在预测的海洋中随波逐流，理性的投资随即转变为十足的投机。如果获利目标变成了投资的唯一目的，投资人就再也看不清楚价格和价值之间的关系，因此就会随意地以任何价格买进公司的股票，以利己主义的态度来对待投资。

这里需要注意，预估盈利是一回事（这也是华尔街不断在做的），预估公司的价值是如何随着信息的变化而改变，这又是另外一回事，而对这一区别，市场上几乎从未有人去做过功课。例如，公司宣布合并，投资人通常在还没有来得及检验合并交易是否会增加公司的价值之前即跳进去抢进股票。他们只是依赖分析师对该购并案的肯定，或管理层对该购并案的乐观期望来行事。他们按照自己认为合理的方式来解读上市公司的信息，在几个交易日内卖出或买进股票。尤其是市场上的投资大众一旦看到股价急速上涨，便以为市场的解读和自己的解读一致，于是也跟风抢进股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司预测能力不比别人强

上市公司绝对不是无辜的旁观者，它们也跟每个人一样在股市中学会了如何玩这场游戏。它们利用会计工具使自己获利：在收益和成本上做手脚，以确保财务报表符合市场的预期。或者它们会利用公司兼并重组来降低成本费用、提高毛利率。一些业绩报表不佳的公司，有时也会利用重组来掩盖自身差劲的表现，并留给市场一个正在完善公司治理结构的好印象。有些公司在报告出炉前还刻意欺骗分析师以降低他们的盈利预估，然后再以强劲的盈利预期让市场大吃一惊，好让股价多涨升几块钱。这类诡计层出不穷，也是投资人不应该紧盯住短期结果的原因之一。

事实上，公司的经营者常常会错估市场的需求，20 世纪 90 年代中后期的耐克（Nike）公司就是一个典型的案例。耐克公司是一家年营业额 90 亿美元的运动鞋和运动服制造厂商，1997 年年底亚洲金融危机使公司经营跌入萧条期，随即被高达 5 亿美元的鞋子库存拖累。就在东南亚经济崩盘前，亚洲市场对耐克公司的产品需求还极度疯狂，仅日本的销售额年增长就达到 75% 到 90%。在 1997 年秋季亚洲货币贬值时，进口产品价格也跟着飙涨，亚洲消费者亲身体验到实际货币购买力的下降。一夕之间，耐克鞋价对于实际所得大幅下降的亚洲人来说上涨了 25% 至 30%，在货币严重贬值的印度尼西亚、泰国等国家，这种上涨更加厉害。耐克公司执行长官奈特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Philip Knight）在电话会议上解释道："在一个太平盛世的年代，我们的生意是那么兴隆。事后来看，其实在日本销售额涨幅高达80%的时候，已经出现了一些警讯，但我们不够冷静，对未来的消费需求预估还是增加了5%到10%，在亚洲金融危机发生前一年，我们鞋子的订单量增加了60%，结果金融危机一来，订单取消量相当大。"

这就导致了一个疑问：耐克公司尽管有上百位销售和配销人员在世界各地收集情报，尚且无法准确预估到公司未来的收益和盈利，而那些坐在纽约、波士顿或芝加哥等金融街的分析师们难道就能做得更好吗？有鉴于此，我们不能完全把耐克公司销售额大幅下滑的问题全部归咎于经济危机，其实预测上的失误要负很大的责任。耐克公司的自作自受除了因为突然而至的亚洲经济的崩溃外，当然也因为信赖乐观的销售额增长预测，在亚洲经济勃发的时候，耐克公司包括总裁在内的上下人员都没有居安思危，想到危机会到来。这不能不再次说明预测是无效的。

这方面的例子太多了。纳帕谷地（Napa Valley）是美国闻名遐迩的葡萄酒产地。葡萄园主开辟山坡地，在葡萄酒需求下降时增加耕地面积。半导体厂商在20世纪最后两年里花了15亿美元兴建工厂，在产业见顶的时候开始上线生产。石油公司大幅增加钻探设备，并新建油管，到头来却眼见原油价格一个劲朝下猛跌。零售商和连锁餐厅加速扩充店面并花光了宝贵的现金，消费者却对它们的商品和概念毫不领情。就像二流政客那样，虽然在民意调查预测中已输得很惨，但在投票前他们还是矢志不渝地相信自己胜出的概率颇大。许多公司也一样无法面对市场残酷的现实。同时，它们也没有因应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场需求和欲望多变的能力。这些公司的缺点就是太简单化，把现在发生的事情直接推演到未来，到头来不但它们，所有原来看好它们的投资人都为此付出了惨痛的代价。

我们举如此多的例子，其目的不是要指责这些公司管理层所犯的错误，而是要阐述一个明白无误的事实：即使拥有良好的内线信息，准确的商业预测几乎也是不可能的。结论是不应该用预测作为价值评估的重点。有基金经理人就曾大胆提出“买现况而非买预期”的观点。市场走势没有可靠、短期或长期可言，它是一种随机运动。所有的市场，不论是运动鞋、电脑、汽车、芭比娃娃、行李箱、医疗、股票还是债券等，都是由完全不可预测的力量来主导的。市场的每日波动反映所有投资人的整体行为，也即买卖双方各自的理解，并且是完全依照个人的需求和欲望行动的。要仰赖未来或不可预期的事，等于在不能控制的事情上下注。执著于这种不明智的投资，便容易招致最高风险。

一大堆预测失败的例证

如果你认为市场是不可预测的投资人，你可以跳过本节直接进入下一节。但是如果你是那种偶尔还会受市场预测诱惑的人，最好还是耐下心来将这一部分的内容看完。

任何长期观察巴菲特的人都知道他对于预测股市的看法是“不要浪费时间”。无论是针对整体经济发展、市场大盘走势，还是个别

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票价格波动，巴菲特都强烈地认为预测未来对投资并不具有任何价值。过去的40多年里巴菲特创造了巨额财富和骄人的投资业绩，这一切都是靠大笔投资在少数绩优股上的投资策略的结果。而就在同时，一般投资人却从未专注标的公司基本面的分析，他们疯狂地追逐股票市场的走势预测。巴菲特指出：“事实上，唯一可以预估的是人性的贪婪、对未知的恐惧和愚蠢。而股票市场未来的发展却往往是无法预测得到的。”[1]

巴菲特的许多忠实追随者坚持预测市场的未来走势不具有任何意义，他们能够不受股票市场中“算命先生”的干扰，自行规划自己的投资组合。然而，大部分投资人却常常不由自主地被那些号称预测股票市场准确无比的分析师所吸引。虽然历史上已经充满了一大堆预测失败的例证，但算命先生仍然层出不穷，因为他们知道总是能在市场中找到那些心灵饥渴的听众。在中国，素以“专业”著称的券商研究机构，就是这类充满了一大堆预测失败的例证的“算命先生”。

在申银万国2008年证券投资策略报告会上，申银万国预测2008年A股市场将总体处于震荡整理阶段。过剩的流动性还将支持A股处于相对较高的估值水平。年度A股走势将呈现“回暖—整固—上扬”的特征，即压抑的资金热情先借助股指期货时间表和政策松动进入市场，大盘股再次推动市场回暖；随着政策不确定性上升，IPO和非流通股解冻导致的资金缺口放大，以及全球经济对中国出口造

① f5f10：《巴菲特股票投资格言》，同花顺论坛，2007-10-11。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成负面冲击将令市场进入调整；最后在企业盈利能力和利润规模再次超预期的推动下，指数将再度上扬。沪深300指数在4 500点至7 000点区间波动概率较大。海通证券在预测2008年市场形势时称，在当前全球经济增长周期、流动性泛滥格局仍延续的情形下，对包括A股市场在内的全球资本市场2008年景气度继续持乐观预期。预计上证指数可达7 500～10 000点。而到2008年年底盘点看来，2008年，券商的策略报告不得不集体向市场低头。没有一家预测到会跌破3 000点，甚至一度跌至1 664点的最低位。市场的表现大概也令各家券商始料未及、大跌眼镜。

券商的金股推荐也随之失灵。中银万国推出了自己的“主题十佳”榜和“成长十佳”榜。分别是：工商银行、中国平安、中国国航、中国神华、国电电力、贵州茅台、上海汽车、中国石化、格力电器、万科A；华侨城A、泸州老窖、长安汽车、张裕A、南京水运、中国船舶、恒瑞医药、华鲁恒升、国药股份、兴业银行。中信证券2008年股票投资策略报告认为，根据盈利预测分析，中国企业业绩增速虽然减缓，但企业盈利能力依然优良，ROE依然稳定。除了估值因素外，短期内不存在压制市场的重大基本面因素，因此牛市过程并没有结束。2008年消费与投资依然旺盛，但出口增速可能下降，顺差增速可能拐头向下，这是2008年的最大变数。但顺差拐点并不意味牛市结束的临近，内需推动依然还在延续牛市行情，预计上证指数将达到7 000～8 000点。中信证券重点推荐工商银行、交通银行、中国人寿、万科A、泸州老窖、双鹤药业、中国国航、大秦铁路、中国船舶和宝钢股份十大金股。海通证券重点推荐的十

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大金股是交通银行、招商银行、中信证券、中国联通、万科A、中国石化、宝钢股份、特变电工、宝钛股份、南京水运。高盛2008年十大首选股票分别为工商银行、万科A、华能国际、贵州茅台、鞍钢股份、宁沪高速、张裕A、福耀玻璃、皖通高速、宇通客车。然而从现状看来，所有金股无一幸免惨重的下跌，它们的跌幅无一不在50%以上。面对无法预测的大盘逾70%的跌幅，券商纵有金手指，也无法化腐朽为神奇。

我们举例来看一看许多预测的结果与现实相差十万八千里。在表14-1中，我们列入从1982年到1995年共14年的预测调查数据。该调查每半年预测一次美国30年公债增值利率走势结果，在所有27次预测中，从未有一次能够准确地预测准市场利率。更惊人的是，竟有高达19次的预测发生方向性的错误。

表14-1 无效的利率预测

预测日期	预测增值率（%）	实际利率（%）	预测方向
1982-06	13.05	3.92	错
1982-12	13.27	10.41	错
1983-06	10.07	10.98	错
1983-12	10.54	11.87	错
1984-06	11.39	13.64	错
1984-12	13.78	11.53	错
1985-06	11.56	10.44	错
1985-12	10.50	9.27	错
1986-06	9.42	7.28	错
1986-12	7.41	7.49	对
1987-06	7.05	8.50	错
1987-12	8.45	8.98	对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

预测日期	预测增值率（%）	实际利率（%）	预测方向
1988－06	8.65	8.85	对
1989－06	9.25	8.04	错
1989－12	8.12	7.97	错
1990－06	7.62	8.40	错
1990－12	8.16	8.24	对
1991－06	7.65	8.41	错
1991－12	8.22	7.39	错
1992－06	7.30	7.78	错
1992－12	7.61	7.39	对
1993－06	7.44	6.67	错
1993－12	6.84	6.34	对
1994－06	6.26	7.61	错
1994－12	7.30	7.87	对
1995－06	7.94	6.62	错
1995－12	6.60	5.94	对

资料来源：《华尔街日报》，1998年6月30日修订。暂缺1988年12月数据。

呼唤投资股市的创新模式

30年前，科技在投资学界并没有扮演任何重要角色，但现在科技已成为非常重要的一环。因此，美国莫布逊教授希望每个人心中的模式都能尽快适应飞速发展的外部世界。莫布逊就是本着“站在巨人肩膀上，创造新世纪的未来模式”的精神，帮助他的学生们从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

旧有的均衡系统模式里走进更新、更富动态变化的模式中，以掌握世界潮流真正的脉动。他说：“我的直觉告诉我，复合调节系统是了解资本市场运作的一个相当有用的方法，只要越来越多的人了解了复合调节系统，投资人才会更了解市场运作的真实状况。”①

分析市场如何运作和企图预测市场如何运作，两者是截然不同的，也即我们必须了解市场行为背后的深层次含义，但我们却并没有因此取得预测未来的能力。研究复合调节系统就是要告诉投资者，市场是随时变化而且是常常不按牌理出牌的。莱格·梅森公司的比尔·米勒认为：“我们相信经济是非常复杂且难以预测的，千万不要以为能预测市场未来走势，而分析市场才是正确的投资心态。”②

米勒相信，投资人应该以不同的思维方式来面对今天的市场，尤其当标准普尔500指数已经将许多科技类股纳入指数成分中，其与其他金融类股票有相当不同的特性，今日的美国股票市场早已不再是20世纪60年代的市场了（见表14－2）。1964年，科技类股仅占整体标准普尔500股票指数比重约5.5%，而原物料类股占16.5%。现在这两类股票的比重几乎完全颠倒过来了，原物料类股仅占指数比重约6.9%，而科技类股却占有约12%，且这一比重仍在增加之中。还有其他许多不同的地方，例如20世纪60年代，公共事业类股及石油股占指数比重约37%，现在这两类股仅占19%。当初不怎么起眼的金融和医药类股，现在却占了整个指数成分股约四分之一强的比重。

---

① 何小锋：《资本市场运作教程》，321页，北京，中国发展出版社，2006。
② 同①，322页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 14－2　　1964 年和 1996 年标准普尔 500 股票种类比例　　单位：%

类别	比例	
	1996 年	1964 年
金融	2.0	14.6
医药	2.3	10.7
非耐久性消费	9.0	12.8
耐久性消费	10.8	2.7
服务业	6.3	9.7
石油	17.8	8.9
交通	2.6	1.6
科技	5.5	12.0
原物料	16.5	6.9
资本商品	8.0	9.9
公共事业	19.2	10.2
总计	100.0	100.0

米勒说："大部分投资人只知道用过去的评价方式来评估现在的股票价格，但殊不知时空环境已经大相径庭了。当整体经济状况改变，或当资本支出报酬有所不同，或当特殊行业的政策或策略有所不同时，评估方式也应跟着改变。"① 换句话说，过去的评价方式只能在产业和公司营运与当初条件完全相同时才是有效的，但是今日的市场与 20 世纪 60 年代的市场早已不可同日而语。

股票市场的 K 线图，是所有市场投资人、券商、投机者等的不同投资决定和投资行为合力形成的图形表现。虽然每个投资个体的决定是独立的，而且每个投资者对于市场的了解就像瞎子摸象一样都只知道这个市场的冰山一角，但当所有因素在一起互动时，完整

① 何小锋：《资本市场运作教程》，322 页，北京，中国发展出版社，2006。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的市场环境便可以呈现在我们的面前。在这一复杂且迷惑的复合调节系统里，我们无法单靠了解个别因素的行为而预测整个市场的未来走向，因为在这个市场里，若干因素的组合只是市场中微不足道的力量。当然，有时候若干因素的行为常常可以造就一种趋势，但并不是人人都可以感知到的，或者说不出这种趋势究竟是什么，将最终导致怎样的结局。全部市场因素的互动结果产生出价格变动趋势，而这个趋势常被某些所谓“聪明”的投资人当做预测的基础。举例说，某只股票的价格可能已进入上下窄幅盘整区间，许多投资人于是认为可以进行波段操作来赚钱。米勒认为，总会有一些微小的变化慢慢渗透进去影响股票价格，波段很难把握，但一旦等到关键的时间点，股价就会有意料不到的表现。莫布逊教授认为：“一粒谷物虽然毫不起眼，但缓慢的内在变化，最终形成了麦穗，其成果很惊人。当累积超过了一个临界点，原有的系统便失去了平衡。”①

米勒说：“最令投资人害怕的就是当趋势在没有任何预兆的状态下突然逆转，弄得投资人常常措手不及，惨遭深套，因为他们没有注意到这些细微的变化正在形成从量变到质变的变化过程。”②

投资人常常认为某只股票价格或大盘指数会回归到历史均价附近，但是均价并不代表一种稳定状态，股票价格永远是变动的，因为所有投资人随时都在调整他们的决策，以符合别人无法预测得知的自我判断结果。米勒提醒投资人不要过分依赖历史上股票价格走

① 克理斯多弗·布隆尼：《打败法人的价值投资法》，中文版，134页，台北，财讯出版社，2007。

② 何小锋：《资本市场运作教程》，179页，北京，中国发展出版社，2006。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势模式，因为这样做风险相当高。投资者可能以为市场的动向是一种简单的、直线运动过程，但事实上，市场的运动方向常常不是直线的，非常复杂且随时处于调整状态，所以投资者心中想当然的模式并非一直可行。

市场的不可测性

总之，投资者生活在一个行为模式经常被打乱，甚至有时剧烈变动的市场里。不管投资者喜欢还是不喜欢，他们都无一例外地生活在一个随时变动的世界里，这个变动的世界就像万花筒一样，在外形上看似相像，但变动的秩序却永不相同，因为每个模式都是全新不同的。那么，投资人究竟应该如何在一个缺乏认知模式的世界中生存呢？那就是要找到正确的层次和方向。虽然经济体或市场本身是复杂且难以捉摸的，投资者还是可以分出不同类别的公司层次，不同的公司内部又都有其独特的经营管理和财务模式等。如果投资者能够研究这些模式，就能掌握未来公司发展的前景。这也正是巴菲特所重视的那类模式，而不是成千上万的投资人热衷的那种不可捉摸的投机市场的行为模式。巴菲特说：“我一直认为研究公司基本面要比研究大众心理层面简单得多。”①

巴菲特继续说道：“我们会继续忽视那些政治的和经济的预测，

① 伯恩斯坦：《投资革命：华尔街理论起源》，中文版，58 页，台北，财讯出版社，2000。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对投资人和生意人来说，这些都是奢侈而又让你分心的指标。30 年前，没有人能够预知越战的蔓延、薪水和物价的控制、两次石油危机、尼克松总统水门事件、苏联的解体、道·琼斯工业指数一天惨跌 508 点、公债增值利率在 2.8% 和 17.4% 之间大幅波动等情况。”[①] 未来会发生什么事是一个天晓得的未定数，但巴菲特并不因此而感到困扰。他说：“上述这些重大政治事件都没有对格雷厄姆的投资策略造成任何影响，也没有使我们在收购优良企业的价格上有什么变动。如果我们让这些对于未来无知的害怕困扰我们的投资决心，那么我们之后要付出的成本将非常高昂。”

我们之所以不厌其烦地讲述投资市场这一由复合调节系统调节和控制的话题，其目的就在于，让投资者了解市场其实并非如我们原先预期的那样，一旦知道市场是一个纷繁复杂的复合调节系统，你就不会再去相信市场是可预测的，也会知道市场总有春天和严冬，总会遇到多空、牛熊转折的时候。

巴菲特说：“30 年后，市场可能经历一场和以前大不一样的大改变，我们不要企图去预测这些转变并企图从中获利。如果我们专注发掘如我们过去一贯投资的好公司，外在的变化将不会对我们的长期投资有任何不利影响。”所以，当你下次再次被市场意料之外的波动吓呆在一边的时候，请谨记巴菲特的话：“请面对两个不顺你意的事实：未来永远不明，想在市场上取得预测共识，终将付出惨痛的代价；市场不确定性将是投资人做价值导向投资的一个不可缺少

---

① 伯恩斯坦：《投资革命：华尔街理论起源》，中文版，58 页，台北，财讯出版社，2000。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的好朋友。”①

尽管未来不可预测，但有一点还是可以确定的，那就是优秀的标的公司终究会在股价上反映出其投资价值来，从这一层意义上说，且也只有从这一意义上说，未来才是可预知的。但是，我们却无法知道这个投资价值要等到何时才会反映出来。我们只知道所有的股票价格都会上下波动，却无法预知到底这些股票在未来的一年是向上波动还是向下波动。从巴菲特的投资策略中我们可以领悟到，投资人其实无须沉溺于对股票短期走势将如何的无谓的预测中，重要的是投资人是否已投资于一个好的标的公司。唯有如此，才可确定自己最终将从正确的投资中获利。

① 提摩西·维克：《价值投资法：如何以价值投资战胜市场》，中文版，127页，台北，财讯出版社，2000。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五章

买下长抱

- ✓ 你多老，有多少钱
- ✓ 股票和债券的差别
- ✓ 投资能否赶上通货膨胀的脚步
- ✓ 养老可参考大学文教基金操作
- ✓ 周转是复利的敌人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资人在思考投资组合结构问题时往往寻求专家建议。许多时候，这么做很对，但往往这是一项败笔。财务顾问通常不喜风险。他们所以不愿冒险，可能并不是考虑到你的财务情况，而是他们的名誉。根据传统智慧以及普遍接受的标准，无论你的资产有多少，以三分之一投资债券，以三分之二投资股票准没错。大型经纪公司根据它们对股市的短期观点发布“资产分配”公式。依我看来，这与预估股市进出时机并无二致。但人与人的差异很大，你的财务资产和你的需求可能有庞大差距。这种三分之一、三分之二的公式是一种标准，它很安全，因为大家都这么建议。但如果你有天文数字的庞大资产，只需花费其中极小一部分就能维持既有的生活方式，你又该怎么做？你为什么要把三分之一的钱投在表现不佳的资产上呢？

你多老，有多少钱

我承认自己是一个反传统主义者。不过，我认为在确定资产分配做法时，最重要的两项考虑，一是年龄，二是你有多少钱可以支撑你欲求的生活方式。如果你还年轻（我对年轻的定义为 20 ~ 35 岁），有一份足以糊口的工作，则你可以用一种长远观点来看待你的投资。拜读杰里米·希格尔（Jeremy Siegel）的名著《长期股票》（Stocks for the Long Run）第三版，书中指出，在 1872 年至 1992 年间的美国，无论取其中任何一个 30 年时段，以指数为评估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准的股票，表现都超过债券或银行存款。若以 10 年为期，股票的表现超越同期债券或银行存款的 80%。在 50% 以上的时间里，债券和银行存款都赶不上通货膨胀的幅度。

既然如此，为什么有人愿意持有债券呢？答案仍得回到年龄和需求上来。上述的希格尔也是美国某偏股型基金经理。1987 年，一位友人问他，愿不愿意接受管理他与另一位基金经理人经管的一个账户，他表示同意。这位友人于是将钱转入他的公司。移交手续于 1987 年 9 月中旬完成。之后，这位友人告诉希格尔，他要在年底结清账户，将得款投资正在进行的一项房地产交易。

希格尔告诉他，他应该立即结清账户，先将现金入袋为安。后者不懂为什么这么急着要他结清。希格尔解释说，他需要用这笔钱来投资房地产，但他没有将股市可能出现的波动因素纳入考量。如果不能长期投资，他不应该将钱放在他的账户里。1987 年 9 月底，结清了账户，因此逃过了 1987 年崩盘的劫难。直到今天，这位希格尔的友人仍然深信股市大难将临希格尔早有预知。先见之明的高帽子当然戴得希格尔心花怒放，但事实上，按希格尔的说法，他之所以有此建议，不过是基于常识判断而已，他与其他投资人一样，也无法预料发生在 1987 年的那场股市大崩盘。

20 世纪 80 年代初，一位老客户要希格尔提供建议，协助她整建资产结构。她的先生不久前过世，将存在他公司的 4 000 万美元留给了她。此外，她还拥有投资大师沃伦·巴菲特属下的伯克希尔公司的 3 000 万美元的股票。她先生早年和巴菲特合伙投资了伯克希尔公司，而且一直长抱不放这些股票。希格尔这位客户一直有工作，过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

去从不需要动用投资收入，但她计划不久后退休，需要一些收入。她的生活安逸、舒适，甚至可以说奢华，但相对于她的财富，这样的生活并不为过。

股票和债券的差别

为维持既有的生活方式，她希望每年有200 000美元税前收入。一位会计师为她制订了一份能符合她对收入、子女遗产以及慈善赠与要求的计划。由于她在伯克希尔公司的股票有每股约20美元的基本成本，会计师建议她将这些股票全数存入一个剩余资金慈善信托，然后卖出，不必支付任何资本利得税，再将所得款投资债券，取得经常性收入。

但希格尔告诉她，她之所以能像今天这么富有，原因就在于她的一切资产都投资于股票，并且问她，为什么要卖股，不再享受日后增值之利。若以她母亲的寿命为标准，她很可能还可以再活35年。她的会计师答复说，她的一切资产都在股市，而股市风险自然大。希格尔告诉她，就算股市重挫50%，她仍有足够的钱舒适地过日子。她听了希格尔的话，于是决定一切原封不动，由希格尔负责从公司里她的投资账户中提钱，供她生活之需。几年后，她找到希格尔检讨自己的计划。希格尔问她还有多少钱，她说还有1.8亿美元。希格尔建议她维持原计划不动。按照这样的计划，我们有理由相信，到了今天她的资产至少应该在3亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希格尔继续叙述。另有一位客户的父亲在1947年猝逝，留给这位客户的母亲100万美元。这在当年是一笔巨款。在那一年，希格尔的父母买的房子房价约为1 500美元。当时，一辆凯迪拉克汽车不到2 000美元，哈佛大学一年学杂费约为1 500美元。那个时代，妇女一般不事理财，这位客户的父亲将100万美元巨款交由银行信托。为保证这位客户的母亲日后有一笔稳定的收入，银行将这笔钱投资在年息4%（每年年息收入4万美元）的免税市公债上。1947年，每年4万美元的收入使她生活富裕。但没有人会想到她后来又活了整整55年。当她在2002年去世时，她的年收入仍然是4万美元，但这笔钱的价值与1947年相比早已有天壤之别。据匡算，如果从一开始她的100万美元就投资在标准普尔500股指上，而且每年提领这笔资产的4%供生活开支，那么，到1998年，她应该拥有4 400万美元，年收入176万美元。所幸她的几个儿子事业都很成功，她早年没有将100万美元投于股市也终能安享晚年。

投资能否赶上通货膨胀的脚步

我20世纪80年代末在美国中西部科罗拉多大学攻读经济学硕士，同学中有几个富家子弟，他们毕业于英格兰学费高昂的私校，住在纽约公园大道或第五大街上，在费城、波士顿郊区有豪宅，也有几个居住在格林尼治（Greenwich）、康涅狄格（Connecticut）或纽约长岛（Long Island）北岸这类美国东部最时髦的社区。作为当时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

班上唯一一个中国留学生，我感到自己的生长环境远不及他们。为了做毕业前的硕士论文，我找到那些富家子弟财源来源的公司，研究他们的委托说明书。那些很有钱的同学的父亲，一般都有 500 万美元到 1 000 万美元不等的股票投资，这在当时是一大笔财富，但尚不足以保证下一代能拥有和父辈同样的生活方式。若以 50% 税率计算，由三个孩子均分，每个子女可获得约 166 000 美元。这诚然是一笔财富，但不能保证一辈子安适无忧。不幸的是，这些富家子弟没有投资意识，不懂得将巨额财富生出更多的财富来，当 20 世纪 80 年代至 90 年代资本主义经济风险突然而至的时候，父辈的伟业到了第二代就止步了。

1992 年我从加拿大西安大略大学博士毕业，7 月我成为香港大学亚洲研究中心研究员。从那时起，我已经有西方资本主义的投资理财概念。1992 年，上海经济尚未起飞，但先知先觉的人已感到上海作为中国经济发展大都市的先锋作用。我先后在现在已变得很繁华的莘庄地区以及离后来上海最重要的金融中心——陆家嘴不远的六里地区都买了房产，135～150 平方米面积不等的三房二厅的现代豪华公寓房，投资也只有 40 万～50 万元。到 1994 年，合同中规定的完工时间还没有到，房价已被炒得很高。只是因为拥有比较前瞻的投资意识，买下的这两套公寓房在事隔 12 年后的 2004 年上海房产正式起飞后，都已在 200 万元人民币以上。到 2008 年年初，上海六里地区的那套房产账面价已为 360 万元之巨。我的长期投资的获利将通货膨胀的脚步远远抛离身后，更重要的是，1992 年我从加拿大西安大略大学博士毕业时还是一个靠勤俭节约获得少量投资的穷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学生，但10多年后我实现了中国人式的财富梦。我不再羡慕那些和我在科罗拉多大学一起攻读的英格兰后裔的富家子弟。如果说他们在20世纪80年代末90年代初因为西方经济危机而中道败落，我却凭我的投资嗅觉和意识，后来居上，迅速崛起。

通货膨胀是一种缓步增长，能够腐蚀财富的恶疾，在更好的理财工具问世以前，股票投资是赶上通货膨胀脚步的唯一可行之道。虽然债券会在到期时偿还投资者一笔本金，但与投资者购买债券之初的购买力相比，这些偿还本金的价值可能大不如前。

养老可参考大学文教基金操作

如果不靠投资收入生活，你完全可以采取高报酬投资的做法。你可以安度沿途各种风险，将长期报酬扩展至极限。不过，如果你指望的报酬限期较短，而且必须从投资中不断提取款项度日，那么你就需要采取比较谨慎的做法。

我喜欢将投资组合视为一种大学文教基金。大学每年会从文教基金里提取固定百分比的金额来作为各式教学计划和奖学金经费来源。大多数大学每年的提取比例为5%，而将95%的余额继续用做投资，使余额以超过5%的年增幅增长。它们希望因此取得的投资报酬至少能等于或超过通货膨胀率外加上述的5%的开销。唯有如此，它们才能长期保持文教基金的购买力。

个人也应以类似方式组建财务结构。你可以花的钱，应少于你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认为你的投资组合可以赚进的长期报酬。5%是个不错的起点。如果你的投资组合能以10%的幅度成长，那么你可以比照通货膨胀率，增加你的开支。不过，股票组合不是储蓄账户。你的报酬年复一年各不相同。基于这种理由，我喜欢以短期债券形式预留三年生活费用，一旦投资组合碰上恶劣年份，不致生活无着落。

把这笔钱抛在一边，只有在股票重挫的年份才动用。采取这种做法，你可以不必为了付房租而卖掉可能陷入最低潮的股票。股市可能需时三年以上才能恢复元气，然后重登原来到达的高峰。20世纪90年代末亚洲发生金融危机的情况正是如此。那时，房市、股市和汇市都相继大跌，直到好多年后股票才慢慢地回升到原来的点位。21世纪初期，美国信息产业出了很大问题，原来高成长的信息产业科技股一下子倒退了很多，与此同时，标准普尔500指数惨跌，几乎腰斩，它的回升也是时隔好多年后的事情；而代表科技创新的纳斯达克指数即便在近些年来回升了很多，但至今仍然没有达到当年最疯狂时的高度。

我多年的投资经验显示，在出现灾情特别严重的熊市以后，整体市场均值可能需要三年以上时间才能复原，但大多数价值型投资人却能在短得多的期间填平灾难带来的亏损。大体而言，价值型投资经理人似乎都能避开造成市场重创的周期性市场泡沫的破裂。

传统投资组合结构模式，即三分之一债券、三分之二股票的做法，需要你定期重新调整持股。调整持股指的是，如果你的股票在某一年表现得特别好，结算下来，它们占你投资组合的75%或者80%，则你必须卖掉一些股票，用所得款买更多的债券。这好像是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在卖掉赚钱的，投资亏损的，这么做又有什么明智可言？如同上述，如果你已准备好了可以支撑三个衰年的生活费用，你为什么就不能将股票投资苦撑到底？

周转是复利的敌人

价值型投资是一种需要长期投资的方法。如果我们去问巴菲特最佳持股时间长度，他一定会告诉你说："永远"。只要这家公司的基本面表现胜人一筹，公司盈余有合理增长，就没有必要急于脱手所持有的股票。巴菲特说："此时一动不如一静，这是最理智的决定。因为对大多数公司经营者来说，不会因为中央银行有可能调整贴现率，或因为华尔街专家对市场发表自己的看法，就冲动地决定脱手旗下的高获利子公司。如果大股东都不因此出手股票，为什么我们这些小股东就要急着有所动作呢？"①

如果你手中拥有一家较差劲公司的股票，你最想做的恐怕莫过于如何提高持股周转率，因为你所持的股票不能达到预期的获利目的，就等于长期握了一个烫手山芋。而如果你拥有一家好的公司，情况就完全不一样了，你是否仍会老想着提高持股周转率，最后把手中的好股票也卖掉呢？

巴菲特表示："如果采取长期低周转率的投资策略，投资者将会

---

① 程超泽：《出手绩优公司，就像将乔丹卖给别的队》，一亩地网（www.yimudi.cn），2008－05－15。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发现当初很少的持股量随着上市公司的送转股，最后会衍生出较多股权。如果遵循这种长期持股策略，投资人就好像买下了一群未来能够成为篮球明星的大学生，这群学生中的大部分人有望进入 NBA 职业篮球队。当初投资人在他们身上的投资利益，也就因此水涨船高，呈现倍数增长。那些建议投资人出手绩优的投资标的公司，就如同建议芝加哥公牛队赶快把迈克尔·乔丹卖给别的队一样愚蠢。”①

投资人一旦选股买入一种或几种股票后就不要频繁变动。或许那些已习惯于短线进出的基金经理人会对这种策略感到可笑。但持股不动的投资策略，除了能使报酬水准较一般的高之外，至少还有另外两个好处：一是降低交易成本；二是增加税后盈余。其中任何一项都极具价值，更何况两者加总在一起，对投资组合获利会有更大好处。

平均来说，基金每年的持股周转率为 100% ~200%。以芝加哥为总部专门研究共同基金业绩表现的晨星公司指出：“全美国 3 560 只基金中，周转率越低的共同基金的成绩表现比高周转率的基金要好很多。”② 此项研究同时发现，在 10 年中周转率低于 20% 的共同基金的报酬率远高于周转率 100% 的基金，达 14% 之多。周转率指标如此重要，但却是最容易在实际操作中被人们忽视的一个环节。

低周转率的基金还有另一项重要优势，就是可以延迟课以资本利得税。具有讽刺意味的是，有些人以为高周转率就可以增加基金收益，其实却使税负义务更加重。当基金经理人卖了一只股票再买

---

① 程超泽：《出手绩优公司，就像将乔丹卖给别的队》，一亩地网（www.yimudi.cn），2008－05－15。

② 提摩西·维克：《价值投资法：如何以价值投资战胜市场》，中文版，115 页，台北，财讯出版社。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进另一只股票，其原本意图是想增加基金报酬率，却不知道一卖一买之间增加了赋税负担，而且还要保证所换的股票比原来的股票的资本利得更大才有意义。

美国基金经理人罗伯特·费弗里（Robert Feffery）和罗伯特·阿诺特（Robert Arnott）表示："税负对我们来说是一个天大的坏消息。"知名的《投资组合管理》杂志刊登了他们两人所写的文章，题目就叫《你的获利是否足够支付赋税?》（Is Your Alpha Big Enough to Cover Its Taxes?），这篇文章引起投资界的广泛讨论。他们在文章中写道："好消息就是还有其他可以大幅度降低这些常常被人们忽视的税负问题的投资策略。也就是说，这些策略是解决另一个常被忽视的常识性问题，即未实现利益的庞大价值。当一只股票的价格在不断上涨，但没有卖掉，它所增加的价值就是未实现利益。如果不将股票卖掉，就不存在被课以资本利得税的问题。如果你保留此资本利得，复利乘数效应会使你的获利变得更为可观。"①

总而言之，投资人常常低估未实现收益的潜在庞大价值。巴菲特把这种低估称为"国库赠送的无风险贷款"。为了说明他的观点，巴菲特要我们去想象一个价值 1 元的原始投资每年以增长一倍的速度增值。如果你在第一年年底就卖掉了这笔投资，你的净收入是 0.66 美元（假设 34% 的税负）。第二年你将余额 1.66 美元拿去再投资，年底价值再增一倍，连续经过再卖掉、付税、再投资的程序，到了第 20 年年底，扣除税收 1.3 万美元，你的税后净利为 2.52 万美元。另一种方法

① 许连军：《左手索罗斯；右手巴菲特》，274 页，台北，创智文化有限公司，2007。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是，如果你的1元投资每年增值一倍，而且持续不卖出，到第20年年底，扣除税收3.56万美元，你的税后净利将是69.2万美元。

冷静地观察这些数字，可以使我们对一些事情想得更清楚。你如果不把每年的资本利得加以实现，经过复利计算，20年后，你将会有一笔非常可观的利润。但是你的总税负在第20年年底后也将会很惊人。这大概就是人们直觉要每年实现获利，进而控制税负增长的原因吧。可是他们却为此付出了使总报酬减少的巨大代价。费弗里和阿诺特在他们的文章中计算了当周转率到多高时，将会对投资组合带来负面影响，他们的答案竟然和大部分人的直觉相反。许多人认为零周转率时投资组合所产生的税额最高，而当周转率增加时税负将逐渐减少。但费弗里和阿诺特写道："大家的传统看法是，周转率在1%到25%之间算是低周转率，而且对获利不会有任何正面帮助。周转率高于50%才算高，而且对获利有正面影响。但事实却不是如此。"① 费弗里和阿诺特的研究显示："周转率为25%的投资组合所需支付只有周转率100%的投资组合所需付税的80%。"他们的结论是：低周转率比高周转率更值得重视，因为要达到高税后盈余，投资人需要维持投资组合的年周转率在0到20%之间。

那么，什么策略可以使投资人降低周转率呢？选择被动的低周转率指数型基金是一个可行的方法，另一个方法就是采用巴菲特的价值投资策略。费弗里和阿诺特说："投资人最要紧的是建立一个长久的投资组合。"②

---

① 蒋林：《跟着巴菲特赚大钱：投资73锦囊》，112页，台北，有名堂文化馆，2006。
② 同①，94页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十六章

挑选基金经理人

- ✓ 认识证券投资基金
- ✓ 选择绩优基金
- ✓ 基金投资：长线是金
- ✓ 基金投资的五大步骤
- ✓ 基金理财中的四大金律

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实证明，价值型投资是长期投资的最佳利器，而本书的宗旨，即在于揭示这种投资的原则，使你因这种投资策略而获利。但你或许会，或许不会选择自己操作，你可以从众多令人头晕目眩的基金中选择经理人，他们必然乐于为你管理投资。基金网追踪中国所有的基金，是一种很好的服务。它根据风格，将基金归纳为几种类型，显示基金的表现和市场资本，检验经理人并说明他们的投资做法。在你搜寻最佳基金经理人的过程中，基金网不是终点，但它是很好的起点。

认识证券投资基金

诺贝尔经济学奖得主威廉·夏普认为，基金是最能分散风险并降低成本的一种投资工具。对于不具备专业投资知识和充裕时间的普通投资者来说，在众多投资品种中，基金是最适宜的。同时，基金种类又非常多，仅投资基金，根据投资对象的不同就可分为股票基金、债券基金、混合基金（配置基金）、货币基金，等等。

股票基金是一种间接的证券投资方式。基金管理公司通过发行基金单位，集中投资者的资金，由基金托管人（即具有资格的银行）托管，由基金管理人管理和运作资金，从事股票、债券等投资，然后分享收益，当然也得共担投资风险。根据不同标准可以将证券投资基金划分为不同的种类。

根据基金单位是否可增加或赎回的特性，可分为开放式基金和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

封闭式基金。开放式基金的运作方式是不上市交易，一般通过银行申购和赎回，基金规模不固定，基金单位可随时向投资者出售，也可应投资者要求买回；封闭式基金有固定的存续期，期间基金规模固定，一般在证券交易场所上市交易，投资者通过二级市场买卖基金单位。

根据组织形态的不同，可分为公司型基金和契约型基金。证券投资基金通过发行基金股份成立投资基金公司的形式设立，通常称为公司型基金；而由基金管理人、基金托管人和投资人三方通过基金契约设立，通常称为契约型基金。目前中国的证券投资基金均为契约型基金。

根据投资风险与收益的不同，可分为成长型基金、收入型基金和平衡型基金。

以下我们将就股票型投资基金以及由该类基金派生出的两类基金——开放式基金和封闭式基金做一些介绍。

开放式基金。开放式基金在国外又称共同基金，是世界各国基金运作的基本形式之一。基金管理公司可随时向投资者发售新的基金单位，同时投资者可随时赎回其持有的基金单位。世界投资基金的发展历程基本上遵循由封闭式转向开放式的发展规律。目前，开放式基金已成为国际基金市场的主流品种，美国、英国、中国香港和台湾的基金市场中均有90%以上是开放式基金。从中国证监会2005年发布的《开放式证券投资基金试点办法》来看，开放式基金主要有市场选择性强、流动性好、透明度高、便于投资等特点。作为一个金融创新品种，开放式基金的推出，能更好地调动投资者的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资热情，而且销售渠道包括银行网络，能够吸引部分储蓄资金进入证券市场，改善投资结构，起到稳定和发展市场的作用。

封闭式基金是相对于开放式基金而言的。封闭式基金是指基金的发起人在设立基金时，事先确定发行总额，筹集到这个总额的80%以上时，基金即宣告成立，并进行封闭，在封闭期内不再接受新的投资。例如，在深交所上市的基金开元，1998 年设立时发行额为 20 亿基金份额，存续期限（封闭期）15 年。也就是说，基金开元从 1998 年开始运作，期限为 15 年，运作的额度为 20 亿基金份额，在此期限内，投资者不能要求退回资金，基金也不能增加新的份额。尽管在封闭期限内不允许投资者退回资金，但是基金可以在市场上流通。投资者可以通过市场交易套现。中国封闭式基金单位的流通采取在证券交易所挂牌上市交易的办法，投资者买卖基金单位，都必须通过券商在二级市场上进行竞价交易。

在中国，开放式基金与封闭式基金主要有以下差异：

（1）交易地点不同。封闭式基金在 A 股市场买卖，而开放式基金基本上在基金指定的银行等机构进行申购与赎回。

（2）交易方式不同。封闭式基金发行结束以后，只能在市场流通，也即只能进行转让（买卖），不能进行申购与赎回，从而其份额在存续期内是固定不变的，其存续期是在发行时就确定的；而开放式基金在发行结束以后，可以随时进行申购与赎回，但是不能流通（转让），从而其份额是经常变动的。

（3）交易手续费率不同。封闭式基金买卖时，一个来回的手续费仅为成交金额的 0.1% ~0.3%；而开放式基金进行申购与赎回这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样一个来回的手续费，有时高达成交金额的2%。

（4）交易手续繁简不同。开放式基金进行申购与赎回的手续比较麻烦，而且提出赎回申请以后，要等一周左右才能拿到现金。

（5）定价不同。封闭式基金的价格由市场供求状况决定，价格时刻在变化；而开放式基金的定价是"净资产（净值）+手续费"，每天只有一个价格，波动比较慢。

除了最常见的开放式和封闭式股票型投资基金外，市场上还有私募基金和QFII等机构投资者的身影。

选择绩优基金

如何选择基金？

第一是好公司和好团队。考察一家公司首先要看基金公司的股东背景、公司实力、公司文化以及市场形象，同时还要进一步考察公司治理结构、内部风险控制、信息披露制度，是否注重投资者教育等。其次要考察管理团队，主要看团队中人员的素质、投资团队实力以及投资绩效等。

第二是好业绩。市场上表现优秀的基金公司，能在各种市场环境下都保持长期而稳定的盈利能力，好业绩也是判断一家公司优劣的重要标准。首先要看公司是否有成熟的投资理念，是否契合自己的投资价值观，投资流程是否科学和完善；是否有专业化的研究方法、风险管理及控制制度，公司产品线构筑情况等。其次还要看公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的历史业绩。虽然历史投资业绩并不表明其未来也能简单复制，但至少能反映出公司的整体投资能力和研究水准。此外选择基金时还要关注那些风格、收益率水平比较稳定，持股集中度和换手率较合理的产品。

第三是好服务。正如你在商场、酒店等消费时应该享受相应的服务一样，作为代客理财的中介服务机构，基金公司的重要职责之一就是提供优质的理财服务，涉及交易操作咨询、公司产品介绍到专家观点、理财顾问服务等方方面面，服务质量的高低也是投资者在选择基金时不容忽视的指标。可以重点关注以下三个方面：一是基金公司整体业绩；二是基金长期表现；三是基金对股市未来发展的准确研判。相对于单一基金的表现，一家公司旗下全部基金整体的表现更能反映出整个团队的实力，而团队实力才是影响基金长期业绩的决定性因素。国内一位知名基金经理曾表示，他所管理的基金业绩好，本人的贡献占30%，剩下的70%来自研究团队。有了好的研究团队，可以保证基金公司的业绩不会出现太大的波动，基金之间的差异，主要在于建仓的时点以及基金的操作风格。

第四是好的判断。基金对于未来宏观经济走势的判断准确与否对于投资人的决策至关重要。未来五年，新农村建设、城镇化、人口红利①以及振兴经济等因素都将支持中国迎接一个新的消费时代的到来，所以寻找最具成长性的行业和能够给投资者带来最高回报的个股，就成为投资的关键。

---

① “人口红利”指的是一个国家总人口中劳动适龄人口比重大、儿童与老年抚养赡养负担均相对较轻的一个劳动力资源丰富、对经济发展十分有利的黄金时期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于成熟的投资人来说，选择一只基金最根本的理由应该是对该基金公司投资研究实力的信任。在中国宏观经济长期持续向好的大背景下，一些优秀上市公司的成长将不断给市场带来惊喜，而优秀的基金也将充分分享上市公司的成长果实，为投资人创造可观的收益。未来五年，由于市场波动幅度的加大，市场再也不会像2006年那样，大家都坐在一列快车里，基金间的分化也将加大。基金经理的选股能力，基金经理的操作风格在未来的基金投资收益中会是一个重要的因素。因此，我们认为，投资者选择基金时一定要好好地研究一下这个基金，尤其是基金经理的投资风格和选股能力，研究一下他以往的业绩。

基金投资：长线是金

从国际成熟市场经验来看，基金投资是长线行为，具有10年以上业绩证明的基金更受投资者青睐。衡量基金的标准不是其短短一年、两年的业绩。从经济学角度分析，证券市场价格波动体现出了明显的偏向性特征，股票价格总体上具有长期不断上涨的历史趋势，而非短期市场表现，这就是基金长期投资能够盈利的重要理论依据。

1926~2002年，美国国内居民收入和生活水平持续增长，综合国力蒸蒸日上，假如在1926年一个普通的美国人山姆出生了，那他如何从整个国家的繁荣中获利，让自己以及自己的下一代也过上好日子呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1919 年，也就是在山姆出生之前不久，福特汽车公司推出了一款面向大众的廉价汽车——福特 T 型，推出时售价是 1 000 美元。到了山姆出生的时候这款汽车已经降价到了 800 美元。山姆的父母本打算买一辆这种汽车，但是因为山姆的出生，家里的花费增加，他们决定把这 800 美元用于投资，以应付山姆长大以后的各种费用。他们没有专业的投资知识和手段，也不知道如何选择股票，于是他们选了一种相对稳妥的投资——投资于美国中小企业发展指数基金。

和许多中小投资者一样，他们没有把这个投资太当回事，因为投入的本金不是很多，加上对一些专业的术语也不太懂，投资以后，平时也不怎么放在心上，慢慢就把这事给忘了，直到过世时才把这部分权益转给了山姆。在老山姆 75 岁生日那天，他清理自己的东西，偶然间翻出了当年的基金权利凭证，打了个电话询问他的基金代理人现在的账户余额。放下代理人的电话，他又给自己的儿子打了个电话。老山姆只对儿子说了一句话：你现在是百万富翁了，因为老山姆的账户上有 3 842 400 美元！

这是一个虚构的故事，但是这种投资回报数据却是真实的。分析美国市场从 1926 年到 2002 年的历史数据，我们惊奇地发现，投资美国中小企业股票 75 年的累积收益率是 4 803 倍，投资大公司股票的累积收益率是 1 548 倍，对应的年均收益率分别是 17.74% 和 12.04%。也就是说，当年如果用 1 000 美元投资于两者之中任何一只基金，然后什么都不用干，现在都可能变成百万富翁。要知道，这 75 年间，山姆经历了 1929 年的股市大崩溃、30 年代初的经济大萧条、40 年代的第二次世界大战、50 年代的人口爆炸、60 年代的越

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

战、70 年代的石油危机和萧条等让众多投资者倾家荡产、血本无归的种种危机，但山姆却立于不败之地。

同样的故事不止发生在美国，几乎在世界所有的经济强国都可能复制出山姆的投资故事。一个饶有兴趣的问题是，那为什么不是每个美国投资者都像山姆这样，一辈子轻轻松松就成了百万富翁呢?原因有很多，其中肯定有一条是因为他们没有坚持长期投资的策略。

博时基金副总裁李全介绍，用长远的眼光分析股市的内在收益率，例如以美国股市 50 年为一个周期，扣除通货膨胀因素后，长期收益率一直是 6.5% ~8.5%。一个新兴的增长的市场，其证券市场收益率应该比美国的更高一点。世界著名投资大师巴菲特最著名的操作策略就是长期持有，从而带来了成绩斐然的投资业绩。在他的 46 年（截至 2002 年）的投资生涯中，巴菲特只有一年赔了钱，最高年收益 59.3%，最低年收益 6.2%，年均收益 24.3%，资产增长 16 393 倍，同期大盘指数年均上涨 11.2%。中国基金发展史也同样证明了基金是长期理财的有效工具。如 2004 年 4 月 6 日是 A 股上次的阶段性高点，在这之后的调整中，很多基金净值跌破面值，但如果从当时坚持持有到 2007 年 1 月末，基金收益率是 116%，而同期上证指数只增长了 67%。其实投资的标准很简单，能有持续稳定收益的基金就是好基金，以中国股市的发展趋势看，如果假以时日，出现一批年均收益率在 15% ~20% 的偏股基金是完全可以期待的。

以上证指数为标的，如果 1996 年年初投资 1 万元持有到 2006 年年底共 11 年时间，资金将增值到 49 742 元，如果没有参与其间收益率最高的 10 个交易日，资金只能增值到 21 915 元，如果没有参与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其间收益率最高的20个交易日，资金只能增值到11 924元，如果没有参与其间收益率最高的30个交易日，资金只能变为7 252元。可见，只有长期持有，不错过收益率最高的交易日，才能获得可观收益。所以投资基金的策略也是一样，坚持长期投资，能够获取不菲的收益，因为复利的收益将是惊人的。

鉴于上述分析，我们建议投资者：只要中国经济和股市的未来看好，基民就应该坚持长期的投资策略。作为一种中长期投资理财方式，投资者真正需要关注的是基金长期的增长趋势和业绩表现的稳定性，而对应这种特点的操作方式就是长期持有。坚持长期投资的理念，才是广大基金投资者应该具有的健康投资心态。只有真正具有耐心的人，才能在基金投资中获取最大收益。

基金投资的五大步骤

在对自己的风险承受能力有了正确的认识和评估后，就可以进入基金投资环节了。

步骤一，财产和投资评估：（1）确定投资目标。首先要了解你或你的家庭的理财愿望。可以列出现阶段你或你的家人最想干的事，并按它们的重要性顺序排列。在此过程中要注意调整不切实际或互相矛盾的期望。（2）确定投资目标，并明确你或你的家庭的风险收益偏好。每个人的目标不一样，有的人想5年之后买房；有的人要确保10年后孩子上大学时有一笔足够的钱帮助其完成学业；有的人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能在15年后退休，希望到时候有一笔可观的养老金。目标不同，投资基金的品种和组合也要相应调整。如果组合中某项投资不能实现目标，应考虑及时更换。

步骤二，选好投资品种。在了解了你或你的家庭可以有多少财务资产可以进行投资之后，要列出投资方案，选择投资品种，然后开始行动。开放式基金种类很多，按照投资目标、投资对象以及投资策略的不同，大致可以分为以下几种基本类型：（1）股票基金，主要投资于股票，高风险，高收益；（2）混合基金，分散投资于股票、债券和货币市场工具，风险和收益水平适中；（3）债券基金，主要投资于债券，以获取固定收益为目的，风险和收益都较股票型基金小得多；（4）货币市场基金，仅仅投资于货币市场的金融产品，收益稳定，风险极低。

步骤三，选择基金公司。在确定了所要投资的大类基金品种后，投资者接下来的“功课”就是具体选择哪家基金公司发行或管理的基金，进一步说，就是选择将自己的资金托付给哪家最值得信赖的公司打理的问题。

一个简单的方法是借助第三方评级机构来确定。国外几大基金评级机构如晨星、理柏（Lipper）等已进入国内市场，并为基金投资者定期提供评级服务，国内也有一些券商基金评价中心推出了基金评级。从第三方评级机构的评级方法，诸如“更关心基金长远表现、以基金实际组合情况对基金进行分类、根据基金净值的历史数据和基金组合构成作为基金评级的基础、风险调整后的收益作为评级依据”等来看，其评价结果相对科学，比较贴近实际，可以作为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者选择基金时的重要参考。需要注意的是，由于评价方法或基金分类的差异，不同评级机构对于同一只基金的评价结果可能是不一样的。更深一点的“功课”就是，在参考基金评级的基础上，投资者还须综合考虑一些其他因素。这些因素包括基金管理公司的市场声誉（包括公司品牌、公司治理情况等）、基金管理公司旗下基金总规模、基金管理公司的整体投资研究实力、投资特长以及旗下基金的整体表现等。参考这些因素旨在全面考察基金管理公司的规模效益、发展潜力、业绩的可持续性和均衡性以及是否值得信任等。基金管理公司的核心要素是财富（价值）创造能力，其运作成功的关键是实现利益相容和“多赢”。公司治理本质上也是一种态度，一种理念，一种文化，一种价值观，一种思维方式。选择治理规范的好公司，实际上也就是选择将基金持有人的利益放在首位的基金公司。

步骤四，选择投资方式。投资基金既可单笔申购，也可每月定期投资固定金额。后者即为定期定额法，通过银行自动扣款系统，由投资者决定定时从本人的银行账户里扣除固定的金额（定时定额）到指定的基金上。单笔投资法通常一次性投资金额较大，在多头（上升）市场较易获利，投资时间不固定，可长可短，视预期利润或目标收益率而定；定期定额法适宜长期投资，每次投资金额较少，数量固定，在上升市场、下跌市场以及景气循环周期内均可以做。两种方法孰优孰劣，取决于投资者的自身情况。此外，投资者还须熟悉基金投资中的基本操作知识或技巧，因为不同的交易方式之间交易成本还是有差别的。例如，网上交易大多省钱省时，既可通过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金公司网站，也可通过代销机构如银行或券商等的网站进行交易。

步骤五，制订监督计划，根据经济周期、生活情况变化等因素调整投资组合。投资既是一门科学，也是一门艺术。做明白的投资人，就要坚持定期检查组合的收益情况。要根据经济周期、市场波动及生活情况变化因素适当调整基金投资组合，但切忌短线频繁操作。有一点需要强调的是，制定合理的收益目标对于投资组合的调整非常重要。由于2006年证券市场极其火暴，基金投资出现了罕见的高收益水平，股票型基金的平均收益达到了114.95%。但按照常理分析，投资基金的年收益率一般是很难达到这一水平的。以美国为例，其近15年的年平均收益率为13.57%。由此可以看出，基金正常的年收益水平应该稳定在15%左右。因此，投资者在基金投资过程中，应当制定一个合理的收益目标，这样才能保证良好的投资心态。

基金理财中的四大金律

金律一：长期投资，及早投资。目前有一些投资者在基金投资过程中，仍然像股票投资一样喜欢玩“短、平、快”，不断地择时操作，试图高抛低吸，其实这是基金投资的一个大忌。一来基金投资的手续费较高，一年买卖四回，就需要支出8%的投资成本，已经接近基金正常的投资收益水平；二来短线操作需要很强的市场判断能力和择时能力，不要说普通投资者，就是专业的基金经理也未必每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次都能准确地判断出每一个买卖时点；三来投资者之所以投资基金，就是因为普通投资者既不具备专业的投资能力又没有大量的时间去进行分析和研究，因此为了省时省力省心才选择基金进行投资，如果我们投资基金仍然像投资股票一样频繁操作（况且这也不是价值投资所推崇的），岂不是与当初的投资愿望背道而驰吗？

金律二：养成定期投资的习惯。定期定额投资可以培养良好的理财习惯，还可以摊平基金申购成本，对于领固定薪水的上班族、未来某一时点有特殊资金需求者、不想承担过大投资风险者来说，采取定期定额方式来投资开放式基金不失为好的选择。

金律三：适度分散是对投资者的最好保护。投资者要从自己的年龄和收入、所能承担的风险和期待的收益等方面出发，权衡选择适合自己的产品。首先，注意在所有理财产品中分散投资，在银行、保险、资本市场中合理配置资产；其次，投资基金产品也要适度分散，通过构建股票基金、混合基金、债券基金和货币基金等不同类型基金的组合，来降低投资风险。

金律四：不同的人生阶段应有不同的投资组合。基金理财规划不单是经济规划，也是人生规划。如果通过科学的基金投资，实现了人生理想，使家庭生活更加幸福，将是基金理财带给我们的最大收获。

总体而言，理性的基金投资者，一定要对自己的财务状况以及风险偏好有清醒的认识。不同年龄的投资者，不同期限、不同性质的资金，所对应的投资风险承受度是不同的。不同的风险偏好应该寻找对应的基金品种，方可有效地达成理财目标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十七章

与众人背道而驰的勇气

- ✓ 价值型投资具长程效应
- ✓ 为什么使用的人这么少
- ✓ 不时被称为“傻子”
- ✓ 大多数人求的是速度
- ✓ 买卖的多，赚进的少
- ✓ 常保稳定心态才能制胜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

写到这里，我对价值型投资的解说已经较为完备了。现在容我重复几项关键要点：价值型投资的道理很是直截了当，不必是超人，凡夫俗子也能彻底了解它的基本逻辑。用6角钱向一位卖家买下1元的投资标的，然后静静地等待卖家用1元买回去。在基金管理这一行，大多数奇人用的都是价值策略，相对于今天许多热门基金经理，他们享誉的时间更长。沃伦·巴菲特于1957年开始投资生涯。51年后的今天，他仍然宝刀未老。比尔·鲁安尼（Bill Ruane）在1969年创办公司，直到2005年去世前仍然相当活跃。华特·史劳斯于1954年创业，51年后以87岁高龄退休。此外，如经营温莎基金的约翰·奈夫，SoGen基金的珍·玛丽·爱维拉（Jean – Marie Eveillard），Oakmark基金的比尔·尼格兰（Bill Nygren）等，都曾拥有或持续拥有长期而成功的投资生涯。

价值型投资具长程效应

我从1992年开始投资股票和房地产至今16年，16年里的后8年，我秉承价值型投资的哲学理念，至今无意改变这种做法。相比之下，价值型投资堪称成绩斐然。

根据我的观察，价值型投资具长程效应，而且就我所知，这种策略从未遭遇那些更时髦投资策略碰上的重挫。基金经理人惨亏百分之百的事件时有所闻，而我却没有见过有价值型经理人名列这种惨亏的排行榜中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无论什么时候，总有经理人尽管不采用价值型投资哲学，仍能在一段期间内表现亮丽，有些经理人甚至能在相当长一段时间内维持长胜。不过他们是例外，大部分价值型经理能长期超越市场，他们是价值型投资的真正信徒。

为什么使用的人这么少

既然价值型投资这么明智，而且事实一再证明它这么成功，为什么坚守这种原则的基金经理人或投资人如此之少？答案与知识无涉，它属于一种特质问题。尽管经验证据指向一条正确的投资之道，但投资人，无论专业投资人和个人投资者却仍然持续作出恶质的投资决定，原因何在？学界对这种现象进行专门分析，称为“行为心理学”。20 世纪 90 年代末和 21 世纪初，无数研讨会、年会、书籍和研究报告以此为主题。

基金管理吸引了世上一些最优秀、教育水平最高的人才。所以如此是因为这一行非常赚钱，而且成功与否可以在每天股市收盘时立马见效。市场每天为你打分，不会等到年中考绩时才评估。你的智商越高，越是对自己能够成为成功的基金经理人充满信心。更有甚者，客户基金经理的投资要求也为这种观点推波助澜。就像迷失于红尘的人，千里跋涉前往喜马拉雅山寻找智者，求取内心平和的秘诀一样，客户也渴望专家指点迷津，认为专家会有什么秘诀和方法能让他们在资本市场里纵横驰骋。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不时被称为“傻子”

基金经理人不断现身财经网络，像电影明星一样被热捧。但如果这些基金经理人只要肯花几个小时了解一下大凡成功的基金经理人究竟在做些什么，他们就会为自己在媒体上的自我吹捧而感到汗颜。

投资大众本能地支配着基金管理这一行。如果95%的基金经理买了股票A，而这只股票价格跌下来，没有人会因此背负恶名。毕竟，这些精明经理人有95%的人的看法是一致的。不过，如果有5%的经理违背群体意向，买了股票B，结果股价跌下来，每个人都会说你傻。作为特立独行的基金经理，他们所要面对的名誉和职业生涯风险远远甚于随波逐流的风险。如果想成为价值型投资人，就必须有独排众议的能耐，并甘冒不时被称为“傻子”的危险。

2000年，我的大学同班同学，在证券行里已打拼了十多年，从公司一般研究人员升至总监一职。有一天，他突然接到一封投资人的来信，信中说：“你们怎么总像守株待兔的农夫，消极地等待胜利成果?”他说，科技股很有价值。他在信中附了一张股票清单，上面列出的股票的市盈率均高达百倍。

我的朋友和我都曾见过财经兴衰周期，但不管周期是多么不同我们的投资策略一直没有改变，那就是坚持只做低本益比、低股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

净值比的股票。我们坚守这一数十年来为价值型投资立功无数的原则。

沃伦·巴菲特曾说，价值型投资做法的报酬“起伏很大”，要取得长期的高报酬，会经历一些表现不理想的时期。我懂这个道理，我们的投资人大多数也懂。但无论如何，面对如此喧嚣和激情，即使是死忠价值型投资的投资人，要不为所动也绝非易事。

价值型投资还需要勇气，敢于买进大多数投资人不愿拥有的股票。它们当然没有人要，若非如此，它们怎么可能这么便宜？在派对宴会中，人们的话题很快就会转到选股上来。有人说：“我今天早上10元买进的ST大唐，收盘时竟然涨到了10.48元。”大家立即投来羡慕的目光。大家都忘了这家电信公司根本就没有业绩，几年都没有任何盈余，是一个随时都可能引爆的地雷股。这时，你也加入谈话的行列：“今天我买了工商银行，它的股价仅及账面价一半，为盈余的6倍。”你见到身边的人大打哈欠，自觉有些没趣。

在中国，大多数人无论做什么，包括投资在内，都偏好急功近利，都追求立竿见影的效果。大多数人在买一只股票时总期望它能即买即涨。如果事与愿违，他们会迅速卖掉，另外再选股买入。价值型投资人比较近似农民，农民种下玉米种子，然后静待成长。如果天气太冷，玉米发芽时间推迟，他们不会重新耕地、播种。他们不做这类傻事，只是耐心地静静地等待着，等待玉米种子破土而出，因为他们信心十足，直到它最终发芽成长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



大多数人求的是速度

大多数投资人与基金经理人另有一项心理恶疾，那就是过度自信。投资人之所以改变投资组合，是因为他们相信改变以后会更好。如果没有这种信心，他们就会按兵不动。在我大学同学20年一次的聚会中，我做了一项心理学家曾经在无数场合进行的测试。这项实验以一组聪明智慧差不多的人为对象，每个受测人要以在场其他人为比较对象，从一到十，为自己的投资技巧评分。如果说均值是5，而我的同学会的测试结果则为7.5，表明受测的每个人智慧都超人一等。但在基金管理这一行，实际的情况却是仅有约15%的基金经理人能取得长期超越指数的成果。这种现象只有一个理由可以解释。尽管经验证据显示他们大多数人办不到，但经理人和客户都充满信心地认定自己可以胜过指数，他们都相信，自己就是属于那些顶尖的15%一族的。

买卖的多，赚进的少

过度自信的特质也凸显于投资组合周转率上。旧戏码不断在这里重演：投资人卖掉手中持股，买进其他股票，因为他们认为新股票更能赚钱。研究显示，过度自信的投资人买卖的多，赚进的少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对多家基金进行研究，结果表明，客户卖掉的股票，一年以后较他们买进时的价格高出了3.4%。对自己获利决策能力较不具信心的投资人，比较可能静坐观变。买卖股票的速度，与投资人的个人信心直接相关。此外，买卖最勤的投资人一般喜欢买风险较高的股票。他们喜欢不断行动，并且深信一旦出现触礁危机，自己定能及时抽身逃脱。引用法国哲学家布莱士·帕斯卡（Blaise Pascal）的一句名言："人的问题大多数来自他们不能独自静坐。"这种速买速卖的交易形式，不止为那些追求一夕致富的中小散户所采用，许多专业人士也经常沦为过度自信症候的牺牲者。

过度自信是部分原因，周遭人的压力也是助长股票买卖周转率高的一项重要因素。今天的投资世界将活动和智慧画上等号。如果你是投资组合经理，不断采取行动进行股票买卖交易，被业内普遍认为是你分内工作，理应如此，天经地义！而静坐一旁，精心研究，选出好股，还嫌不够，迟早身边会有人注意到你的组合缺乏操作获利。他们会问为什么一直不见你买卖交易，好像参与买卖就一定能赚钱。你可能回答说，你喜欢手上的股票，不想改变组合。但这么说有怯场之嫌，它表明你对市场缺乏认识和经验，凸显你的犹豫不决。你只有积极地参与买卖，试图增加报酬才是正道。

每个人都知道股市有兴也有衰。所幸长期趋势总是上扬的。若非如此，谁还买股票！就长期而言，每个人都说他们的目标就是打败大盘，而且几乎所有投资人都自认保守。但就短期而言，投资人各有己见。当市场上扬时，他们要做得比市场更好；当市场下挫时，他们要使损失少于市场。在牛市期间，许多投资人为胜过市场，将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

戒慎之心抛诸脑后。一旦处于熊市，许多投资人都急着脱身，希望保住净值。想在股市周期两边获利，真是谈何容易呀！

常保稳定心态才能制胜

不过，在美国，从1975年到2005年的30年间，标准普尔500股票有12年即几乎接近39%的时间涨幅超过20%。在这期间，你的表现只需与市场一样好，或即使略微逊色一点，报酬也应该能让你眉开眼笑。在其他表现较差的年份，标准普尔500股票或者亏损，或者成长低于30年报酬复利率均值（13.5%）的半数。想谋取优异的长期表现，就必须在景气差的年份击败市场。戒慎之心没有季节性。投资人不应在市场疲弱的时候重拾戒心，一旦景气恢复又将之抛诸脑后。无论景气好坏，常保稳定心态，才是长期投资制胜的关键。

许多明智的市场观察家劝诫投资人，击败市场很难。或者是因为顾问费用和交易成本过高，难以负担，或者因为投资人和基金经理人一样，都在实际决策上犯下错误，击败市场几乎是不可能的事情。这些观察家仍然劝告投资人留在股市，但应通过指数型基金来进行投资。

长期指数型基金的表现虽然确实优于大多数基金经理（有人估计，优于85%的基金经理），但指数型基金并非灵丹妙药。美国标准普尔500股票报酬率在1928年年底达到24.35%高峰后历经1929

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年的大崩盘和经济大萧条，直到24年后才在1952年重新登上1928年创下的高峰（在这期间股利颇为优厚，投资人若能连带股利投入，应能提前几年重享他们在1928年的投资成果）。在标准普尔500股票于1972年登上又一高点之后，将股利再投资的投资人等了5年才重拾元气。从1999年年底因科技股缘故股市到达尖峰时刻，此后一直到2005年年底慢慢下沉的6年间，即使计入股利再投资，标准普尔500股票仍较1999年12月31日市值低了7%。耐心是一种美德，但等待5年、6年，甚至20年，为的只是回本，是一种酷刑。

我个人对价值型经理人的观察发现，他们一般不必历经如此漫长的煎熬。原因在于，就连指数也可能沦为泡沫化的牺牲品。前文所述的三段时期，都是继股市大牛市的脚步而至，它们分别是经济欣欣向荣的20年代，50只绩优蓝筹大盘股股价大突破的70年代初，以及IT产业大繁荣的90年代末。在所有这些个案中，为数相对较少的热门股被市场哄抬过度，扭曲了标准普尔500股票的表现。以1999年为例，历史性均值仅为15%至16%的标准普尔500科技类股，竟占整个指数30%以上。

美国宾夕法尼亚大学沃顿商学院（Wharton School）著名财经学教授杰里米·希格尔，也是指数型投资的鼓吹者，他在所著的《投资人前途》（The Future for Investors）一书中提出，指数若将本益比最高的几只股票排除，纳入一些较小型和中等资本的股票，表现远远胜过较广的指数。就本质而言，这就是以价值挂帅。一个指数若能强调本益比较低的价值型股票，表现就较佳。这个道理，在本书里已有论述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真正的价值型投资人往往与众人背道而驰，要做到这一点并不容易，你会遇到许多压力。相对于价值型做法，狂热的冲刺和成长型投资更充满激情，更能让投资人兴奋，但最终也更能造成对他们的伤害，他们的投资也可能大失血。价值型投资不像坐云霄飞车那么刺激，它比较像是长途旅行，让你逐步迈向赏心悦目的终点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十八章

坚持到底

- ✓ 近20年的产业消长
- ✓ 以盈余取代资产的新观察法
- ✓ 购并价值模式
- ✓ 最难的是有耐心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



多年的实战经验告诉我，坚持运用价值型投资原则绝对有效，而且效果斐然。与我一起坚持采用价值型投资的亲戚朋友，运用本书概述的做法，都为自己赚取了丰厚的报酬。事实上，就我所知，股票投资超过10年以上的价值型基金经理人，没有人表现不佳。价值型投资需要的不仅是脑子，还必须有极大的耐心。它不仅涉及精密学理，还包括许多繁琐的工作。但经过相当的时间，廉价买进股票的投资人应能源源获利。

许多年来，价值型股票的选股方法，以及所谓价值的标准都出现了变化。当格雷厄姆在20世纪20年代末期开始管理基金时，没有所谓资料库，也没有当代的网络，就是说，资讯时代还没有到来。在那个年代，想找价值低估、符合价值型投资标准的股票，就得翻遍穆迪和标准普尔的巨册。今天，你只需要轻轻点击一下电脑鼠标，就能完成这项工作。利用诸如百度、谷歌的搜索引擎的强大功能，或者利用 Bloomberg 终端机，你几乎就可以取得一切所需的有关上市公司的资料。我们不再需要埋首堆积如山的报告或年度财务报表之中。所有包括中国在内的世界各地的一切相关资料，都能在网络上找到，供我们随时取用。

近20年的产业消长

交易方式也变了。现在的交易一般以电子方式进行，不费吹灰之力。当我们需要下单买卖一只股票时，可以通过手机或联网的电脑上进行，而且不受地域限制，即便在旅途中亦可。

不过这项改变还是相对较近的事。从格雷厄姆于20世纪20年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代末入行，到90年代我开始投资生涯，再到21世纪网络在中国普及，前后80多年时间，通讯方式实现了革命性变化，股票交易方式以及资讯取用的便利性，是格雷厄姆时代无可比拟、无法想象的。

格雷厄姆在穆迪和标准普尔资料的汪洋大海中选股。20世纪70年代中期，美国一家叫Compustar的公司，推出第一个公司档案资料库。一开始，人们必须打电话给Compustar，说明他们的要求标准，要它根据这些标准选股。Compustar会在完成筛选后交给咨询者一盘带子，供他们在电脑上打资料。资讯爆炸还只是过去一二十年的事，但到了现在，投资者已经将这一切便利视为理所当然。真的不知道，过去人们在没有视窗、电子邮件、网络下载，以及百度（baidu.com）或谷歌（google.com）这些搜索式网络发明时是怎样过来的。

过去20年中，资讯取用和股票交易方式发生了很大的变化，价值的标准也与过去的大不相同了。当我20世纪90年代初开始投资生涯之初，我就只知道从《中国证券报》或《上海证券报》上查找资料，然后将它们做成简报剪贴，然后从一大堆无关联的资料中翻寻售价低于净流动资产的股票。在那个年代，这是廉价股票的主要来源。这个当年由美国价值型投资大师格雷厄姆首创的方法非常成功。大体而言，我们要买的，就是以低于清算价求售的股票。

以盈余取代资产的新观察法

西方资本主义发达国家在经历了第二次世界大战后高速经济发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

展后，市场重心也与钢铁、纺织等重工业制造公司渐行渐远，消费产品和服务业在这些国家和地区所占的比重不断增加。这些公司谋利所需的实质资产较少，就价值评估标准而言，它们的有形账面价值也比较不具意义。许多价值型投资人必须加以调适，进一步观察以盈余为基础的价值型模式。有些企业实质资产较少，却能赚进巨额盈余，账面价值也因此颇低。无线电台、电视台、报纸等就是例证。你必须与时俱进地适应这些产业的变局，学习观察价值的新方法，因为唯有如此才能把握机会，投资获利。

许多年来，我还学得一个教训，即相对于老式产业型公司，有些公司盈余成长的脚步快得多，买这些公司很赚。有一句话说，成长与价值是连体双胞胎。例如，在美国，如果你在 20 年前能把握住投资运通、强生或者如资本城广播公司（Capital Cities Broadcasting）的大好商机，你将因为这些公司能以远超整体市场的速率成长而获利丰厚。相较于传统制造产业的公司价值，它们中有纵横驰骋了几十年至今仍宝刀未老的。

20 世纪 80 年代中期，融资收购业务在美国方兴未艾。美国经济此时正逐渐迈出高通胀、高利率的阴霾。当时，通货膨胀造成许多公司资产价值的增加。以 ABC 冰淇淋公司为例，如果它在 5 年前斥资 1 000 万美元建造一座新厂，以 10 年为折旧期，5 年后，在 ABC 公司账面上，这座厂房只有 500 万美元了。但经过 5 年的通胀，要建同样一座厂房可能得花 15 000 万美元，它的价值因此在公司账面上遭到低估。若以这座厂房为担保品，ABC 或许能贷到现值的六成，即 900 万美元。融资收购者在 20 世纪 80 年代就是运用这种做法来处理各式资产，它们用一家公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的资产作抵押来贷款，然后凭贷款来收购这家公司。美国“过来人”的模式，给现在的中国投资人留下了很多启示和借鉴。

购并价值模式

20 世纪 70 年代末和 80 年代初的创纪录高利率，也将美国股价压到数十年来的新低。标准普尔 500 股票的本益比仅为一位数。长期国库券利息高达 14%，谁还要再买股票？在抵押品资产大幅低估和低本益比的双重压力下，许多公司被迫贱价求售。在 80 年代中期，典型收购价仅为税前盈余的 4.5 倍。这种无论就资产和盈余而言以创纪录低价买进公司的机会，一生难得一见。今天，这个数字一般都在税前盈余的 9～12 倍了。

美国收购模式给我另一种启发，即以低价净值比和低本益比为标准，筛选价值低估的股票，但以评估法作为第三件价值评估利器。当然，如还有其他途径来找出物美价廉的股票，我不会轻易放弃。

多少年来，在市场上，投资方法和评估标准出现了许多变化，随着时光流逝以及不可避免的变化，它们还会继续演进。重要的是，我们的投资原则始终不变。以低于内在价格买进，在股票接近内在价值时卖出，仍然是价值型投资的基本构想。大体而言，价值型投资较其他投资形式简易。投资人无须每天 8 小时紧盯着屏幕，忙着买进卖出，他们只需把握低于内在价买进，保有安全边际等基本原则，再加上耐心，投资人终将发现，价值型投资报酬胜过股市指数，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能使财富与时俱增，是市场中最佳投资致富之道。

最难的是有耐心

有时，价值型投资最难之处在于有耐心。我一旦判定一只股票的内在价值，并且发现它的售价仅及内在价值的50%，我的工作基本上已经完成，之后靠的就是这只股票的表现了。它可能在今天，在下周，或在明年上扬到它的内在价值。它可能5年内没有任何起伏，之后价格暴涨4倍。我们作为市场投资者根本就无法得知一只特定股票什么时候会出现这样的涨升。有时，价值型投资的做法成果不如其他投资策略，令我们投资人沮丧。或许更令人丧气的事是，有时整体市场居高不下，让我们找不到符合我们投资标准的股票。有时，我们会经不住市场的诱惑，很想放弃，或者略为放宽一项选股标准，或者追买几只似乎永远只涨不跌的热门股票。但一旦价值型投资人竖起白旗，开始追逐业绩，热门股票跌落冰谷的时候也到来了。

格雷厄姆早在数十年前就已为价值型投资的做法定下了基本原则。像格雷厄姆一样，我不信我自己，也不信大多数其他人有能力预测股价短期走向。我不信有多少人能预知哪一只科技股会是下一个微软，哪一只会化为泡影。我只知道，应该根据一项或多项评估方法，选出价廉物美，能满足安全边际标准的股票，建立风险分散的投资组合来，因为事实证明，这么做报酬最丰。我没有理由相信这种价值投资的做法在过去一直以来都很有效，而到了日后便将不再有效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十九章

别信我的一面之词

- ✓ 美股
- ✓ 全球股市
- ✓ 从输家到赢家
- ✓ 内线人士买股
- ✓ 最新观察

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我不指望你只因我这么说，就相信价值型投资做法能持续成功有效。我承认自己有些偏爱，甚至有些固执，毕竟价值型投资是我维生的重要工具。所幸的是，许多学者和研究人员也会献身股市研究，探讨投资成败之道，而他们以立场超然的研究成果证实我所言不虚，以下是几项重要研究和研究成果的简介。

美股

麦克马斯特大学（Mcmaster University）教授桑乔·巴苏（Sanjoy Basu）作了一项有关本益比和投资表现的最早期研究，他在《普通股投资表现和其本益比关系》（Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price Earnings Ratios）的研究报告中，观察了 1957 年到 1971 年间在纽约证交所上市的股票。他每年将所有上市股票分为 5 个股价相当的组，检验它们日后的表现。他发现价值型股票表现远超过同组成长型股票，100 万美元价值型投资的成果，是本益比较高股票的两倍以上。

耶鲁大学教授罗杰·伊伯森（Roger Iborson）在他的《纽约证交所 10 等分组合：1967 ~ 1985 年》（Decile Portfolios of the New York Stock Exchange：1967 ~ 1985）的研究报告中，将所有股票根据本益比分为比值相当的 10 组。他检验从 1966 年到 1984 年上市的所有股票，发现股价较低、较不热门的股票，报酬丰厚得多。事实上，投资在最廉价股票的 1 美元，报酬为本益比最高股票的 6 倍以上，较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本益比中庸的股票也高出一倍。他还将极低倍账面价值出售的股票和高倍资产价值卖出的成长型股票进行比较。他每年将纽约证交所上市的所有股票分为 10 组，逐年比较每一组表现。在观察了 1967 年到 1984 年的股票后，他发现，相对于账面价值卖价很低的股票，比那些热门抢手的股票表现要强一倍以上，比市场整体强 75%。

我在讨论价值型和成长型投资做法优劣对比时，常爱引用的一项研究报告是约瑟夫·拉科尼夏科（Josef Lakonishok）、罗伯·维西尼（Robert Vishny）和安德烈·希莱弗（Andrei Shleifer）提出的《逆向投资，推断与风险》（Contrarian Investment，Extrapolation and Risk）。这项报告将纽约和美国证交所所有挂牌股票根据本益比分为 10 组，每一组长抱 5 年，之后售出。他们发现，在 5 年持有期间，低本益比股票的投资报酬几乎是其他股票的两倍。想想看，短短 5 年就有两倍的报酬。他们根据股价净值比，也将股票分为 10 组，同样长抱 5 年，然后检验 1968 年到 1990 年的股价表现。在 5 年持有期间，那些相对于账面价值最低廉的股票表现又一次遥遥领先，报酬几乎高达那些热门股票的 3 倍。同样，在这项研究中，他们还发现，低估价净值比股票在一年持股期间表现优于成长型的 73%；持股 3 年，超越幅度增为 90%；若持有股期增为 10 年，超越幅度高达 100%。

理查德·泰勒（Richard Thaler）和韦纳·戴邦兹（Werner De Bondt）是对价值型股票表现研究堪称最详尽的学者。当时他们分别在威斯康星和康奈尔大学任教。他们在 1985 年的《财经》杂志上（Journal of Finance）发表了题为《股市是否反应过度?》（Does the

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Stock Market Overreact?）的报告，他们检验了从 1932 年一直到 1977 年长达 46 年的股价，观察的对象是纽约股市前 5 年期间表现最差的 35 只股票，以及同期表现最亮丽的 35 只股票。他们将这两类股票的投资报酬与纽约股市全部股票等值组合的指数相比发现，就平均而言，在之后 17 个月，表现最差的那一类股票，报酬超越指数 17%，而过去最抢手的那类股票却在之后 17 个月迅速衰落，报酬比指数低约 6%。他们还以长抱 3 年的方式进行研究，结果发现，经过 3 年，那些过去的“坏股票”表现远胜于原先作为股市宠儿的股票。

1987 年，韦纳·戴邦兹和理查德·泰勒发表了《投资人反应过度和股市季节变化的进一步证据》（Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality）的研究报告。报告进一步将股票整理为 20 组，结果发现，售价低于账面价值的股票，表现超越市场 40% 以上，投资报酬几乎每年多出 9%。

南方梅索迪斯大学（Southern Methoddist University）的大卫·古德曼（David Goodman）和约翰·皮亚维（John Peavy）教授将 100 多种产业的股票依照产业形态加以分类，并根据本益比加以排列，然后进行比较。他们再将每一个产业类整理为 20 组。结果发现，即使经过更为特定的分组，低本益比股票的表现仍然超过那些价格高估的股票。无论在哪一产业类里，投资在本益比最低一组的 1 美元经过逐年调整，增长为本益比最高一组的 12 倍以上；本益比较低一组的也超出了一倍以上。

尤金·法玛（Eugene Fama）和肯尼斯·法兰奇（Kenneth French）在检验证券价格研究中心（Center for Research in Security

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Price）档案（或许是最详尽的股价资料库）列出一切非金融股之后，于1992年发表了《可预期股票报酬剖析》（The Cross – Section of Expected Stock Returns）的研究报告。他们根据股价净值比将股票分为10组，研究了1963年到1990年间的股票表现，结果发现，在这27年间，股价净值比最低的股票，其投资报酬达净值比最高一组股票的3倍之多。他们还观察这些股票组合长抱3年的结果，发现原先的“坏股票”表现继续超越过去的热门股。

全球股市

在美国以外的地区，价值型股票的表现也是如此。我在20世纪80年代发现，日本保险公司的股价仅及账面价值的三分之一，发掘到如此宝藏自然欣喜若狂。立场超然的研究证实，无论在全球各地，买进以低于账面价值求售的股票都错不了。英国巴斯大学（University of Bath）管理学院教授马里奥·李维斯（Mario Levis），在搜寻和观察了伦敦股票资料库的所有股票后发表了一项研究，这项研究特别引起我的注意。他研究了从1961年到1985年的股票表现，将它们分为20组。本益比较低的股票又一次以极大的差距超越那些更令人兴奋的成长股。在这期间，投资在本益比最低一组的1块钱，报酬为本益比最高一组的5倍以上，为次低一组的两倍，与本益比中等的一组相比也高出3倍。

摩根士丹利一篇名为《本·格雷厄姆可以引以为荣》（Ben Gra-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ham Would Be Proud）的研究报告中，首席分析师巴顿·毕格斯验证了全球各地低股价净值价值型投资的报酬。研究对象约有 80% 为美国境外股票。结果再次证明，廉价股表现优于较高价的股票，较世界市场指数也更胜一筹。

诺贝尔奖得主威廉·夏普于 1993 年在《财经分析家杂志》（Financial Analysts Journal）发表名为《国际价值与成长型股票》（International Value and Growth Stocks）的文章，对德国、法国、瑞士、英国、美国以及日本的股票进行分析。他检验了美国标准普尔 500 的股票，以及摩根士丹利资本国际指数搜罗的其他国家股票。他每 6 个月将这些股票依次排名，其中，他将股价净值最高的 50% 列为成长型组合，将售价相对于资产价值最低的 50% 则列为价值型组合。从 1981 年到 1992 年，无论在每一个国家，价值型股票的表现都大幅领先成长型股票。

从输家到赢家

许多价值型投资技巧也获得学术研究的佐证。麻省理工学院的詹姆斯·伯特巴（James Porterba）与哈佛大学的劳伦斯·萨默斯（Lawrence Summers）于 1998 年 3 月发表题为《股价的反转现象：证据与意义》（Mean Reversion in Stock Prices：Evidence and Implications）的论文。在这篇论文里，他们观察了纽约证交所从 1926 年到 1985 年间每个月的股价后，对于在股价大涨或大跌之后走势是出现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反转还是继续维持原来走势作出判断，结果发现，继高投资报酬之后而来的往往是较低的报酬，而低投资报酬往往是较高投资报酬的先兆。他们总计检验了包括美国、英国、瑞士、加拿大、日本、比利时以及荷兰等 17 个国家的股价反应后发现，全球各地股价的起伏反应都一样：今天最恶类的股票会成为明日之星，今天的市场宠儿却沦为赔钱货。

内线人士买股

几项关键性研究指出，内线人士购买的股票表现大幅超越其他股票，其中五项研究显示，内线人士购买的股票表现以至少 2:1 的差距领先市场。还有几项研究在验证了世界各国的内线购股后发现，就全球而言，内线人士的进场同样是他们获得较高报酬的先兆。由于在美国以外仅有少数国家规定内线人士必须申报交易，所以这些研究成果不那么有用。在翠迪·布隆尼公司发表的《有效投资之道》(What Has Worked in Investing) 的论文中，我们获得了这样的验证。

所幸的是，学术界对金融市场的研究源源不断，而且成果颇丰。许多研究报告以内线人士买股和日后报酬间的关系为讨论主题。密歇根大学的托马斯·乔治（Thomas George）和尼嘉·塞行（Nejar Seyhun）就进行过这样的研究。在观察了 21 年间 100 万项交易之后他们发现，内线人士购买的股票在之后 12 个月里的表现超越市场 6% 以上。这项结论也在弗勒·沙勒资产管理公司（Fuller Thaler

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Asset Management）发表的一篇题为《推断偏见：内线人士交易》（Extrapolation Bias，Insider Trading）的报告中获得进一步的证实。

2001 年，美国宾夕法尼亚大学沃顿商学院的安德鲁·梅特克（Andrew Metrick）、波士顿大学的莱斯利·金（Leslie Jeng），以及哈佛大学的理查德·捷克豪瑟（Richard Zechhauser）发表的《根据内线人士交易判断报酬：一种表现评估反思》（Estimating the Returns to Insider Trading：a Performance Evaluation Perspective）的文章，又一次证实了这些发现。梅特克等人观察了从 1975 年到 1996 年的内线人士活动和股价的相应关系，发现内线人士买股的那些公司，表现比整体市场高出 6%。

芝加哥大学的约瑟夫·派特斯基（Joseph Piotroski）和达雷尔·罗尔斯东（Darel Roulstone）在他们 2003 年的一篇报告中指出，内线人士买股表明盈余和现金流通将在之后 12 个月获得改善，从而导致股价上扬。他们发现 1984 年到 1995 年间以低本益比或以低于账面价值廉价求售且又出现内线人士大举买进股票的公司，表现巨幅领先市场。他们还发现，高本益比，加上内线人士大举卖出股票的公司，一般表现远不及市场。

收购自己公司股票的公司情况亦然。卡洛·路密斯（Carol Loumis）1985 年在《财富》（Fortune）杂志上发表的论文是有关股票收购效应的最早期研究。她观察了从 1974 年到 1983 年间所有的价值型股票，发现收购自己公司股票的公司每年获利比那些没有这么做的公司丰厚 50%。

伊利诺伊大学教授大卫·伊科贝里（David Ikenbery）等在 1994

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年进行的一项研究中，观察从20世纪80年代到90年代收购自己公司股票的公司，发现在收购之后4年，这些公司的股价超越市场12.1%。这些研究人员还发现，其中具备低本益比、低股价净值比等其他价值型特性的公司，超越幅度高到45%以上。此外，伊科贝里教授与钱柯南（Konan Chan）等进行的另一项研究发现，在1980年到1996年间收购自己公司股票的公司，在收购之后12个月股价平均高于市场6%，在收购之后4年高于市场23%。伊科贝里在2005年发表了最新的研究，发现当观察盈利表现佳、价值遭低估公司的股票被收购后，1980～2000年，收购股票的公司在收购4年以后的股价表现比市场好35%。

最新观察

如果说前面引用的都是一些陈年老旧的研究资料以证明价值型购股做法的有效性，那么，价值型投资公司布兰迪斯研究所（Brandes Institute）对美股展开研究，将资料更新到最近的2006年，并对国际股票进行类似研究。他们的研究结果显示，从1966年一直到2006年，低本益比股票的表现远较成长型高价股为优。此外，该研究所成员拉克尼夏科教授和他的同事路易斯·陈（Louis Chen）将相关研究推进到2006年，发现以盈余为基础的价值型低价购股策略效果仍然大幅领先其他策略。

他们观察所谓“坠落刀子”型股票。所谓“坠落刀子”，指的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是在之前 12 个月股价跌落 60% 的股票。他们发现，尽管这些股票确实有破产风险，倒闭率也高达整体市场的 4 倍，但就类型而言，持有 1 年至 3 年期间，它们的表现远超越市场。他们发现，公司市值越大，超越幅度越大，企业倒闭的概率也越小。当然，如此结果不足为奇。由于价值型投资做法的一项主要原则是常保安全边际，买到财务状况恶劣的“坠落刀子”几率不大，价值型投资也因此进一步超越市场均值。

2007 年，在一项题为《世界各地的坠落刀子》（Falling Knives Around the World）的研究报告中，布兰迪斯研究所将这项研究更新，并对“坠落刀子”进行全球性观察。报告中验证了从 1980 年到 2006 年全球各地的股票。与它的先前一项研究一样，布兰迪斯研究所这次的观察对象仍然是市值超过 1 亿美元、股价在重挫以后跌了 60% 的公司。结果表明，不仅美国境内的“坠落刀子”表现远超过市场整体，这种现象全球皆然。

总之，价值型投资做法管用，它在投资实务中成绩斐然，并经受了许多研究的证实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十章

在大熊市逢低进场

- ✓ 对未来中国经济的梳理和研判
- ✓ 用理性重新审视A股的投资价值
- ✓ 史上最大一次超级牛市在筑底发酵中
- ✓ 寻觅下一波增长荣景的大牛股
- ✓ 做一个合格的中国价值投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随着金融大海啸而来的经济危机使发达经济体的衰退成为定局。美国经济复苏以及全球流动性溢出尚需时间，而目前全球经济尚处于2007年至2011年这个大“U”形底端。我们预估，全球经济将在2009年上半年见底，此后的复苏期或将需要更长的时间。

对未来中国经济的梳理和研判

当前，中国经济的回落是国内、国际经济作用相互交织的结果，世界经济增长周期性变化和国内周期性因素相叠加，增大了2009年中国经济进一步向下调整的压力。在未来大约三年的时间，中国经济将步入周期性放缓阶段。国际大宗商品期货价格出现快速下跌，物价水平持续走低、货币供应量持续下降，中国经济将面临通货紧缩风险。同时，中国经济还将承受结构性转型的“阵痛”。出口部门和低层次过剩产能的淘汰，将带来就业和居民收入预期的巨大压力，来自居民的消费需求增长也将显著下滑。

但在中国经济数据快速滑落的背后，我们应该看到经济体系弹性的显著增强、中国政府的政策应对、大危机提供的一些重要机遇，这使得我们对经济的调整前景抱有合理的信心。大体来说，2009年开始后的经济增长恰如一个接力赛：跑第一棒的是政府大规模经济刺激政策，其目的是弥补私人部门需求的下滑，为经济调整留出必要的时间和空间，这也许需要1～2年的时间；将跑第二棒的是房地产市场的解冻和恢复，并带动相关投资和消费的增长，这可能要到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2010年以后才会出现；最后一棒是经济结构和增长方式调整的基本完成，这可能需要更长的时间来实现。

为应对中国经济的快速下行，我们有理由相信，中央银行的货币政策还会进一步宽松。2009年，政府投资牵引仍将是推动经济增长的突破口。大宗商品价格泡沫破裂使得中国不仅抵御了经济过快下滑的势头，同时也有助于促进民生的改善和产业结构的升级优化。政府投资牵引的一侧是拉动基建和创新两大确定性需求方向。未来，大规模投资基建将迎来下一轮“黄金十年”，这将有助于中国避开类似日本过去发生的“失落的十年”。政府投资牵引的另一侧是对重点产业的扶持及其升级，其政策导向的重心已渐趋明朗，那就是移向重组与兼并。我们将看到，一轮气势磅礴的兼并重组浪潮将在中国展开。

虽然2009年中国仍将面对极为严峻的挑战，但是高储蓄、人口红利等诸多支撑经济长期增长的内生性条件并没有发生根本改变，支持经济较快增长的长期因素依然在起作用。中国经济增长的稳定性，更在于中国作为一个大国的崛起和成长是一个在未来10～15年甚至更长的时期内必然还要继续发生的过程。其中，由新农村改革推动的城市化进程将长期维持中国经济的持续高速增长。中国目前的城市化普及率为40.5%，仅相当于1960年日本、1910年美国、1850年英国的水平。市场预计，到2015年，中国城市化普及率为50%，2030年为70%。

城市化进程将长期支持工业化进程。我们预期，到2013～2015年中国工业化将趋向成熟。而世界工业化历史经验表明，一国工业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化趋向成熟阶段，通常是工业化扩散的重要时期。其一，工业化将向多样化发展，社会分工的细化和中游产业膨胀，进入重化工业与装备业的共同繁荣阶段；其二，城市化及相应产业向落后地区扩散；其三，政策推手导致的经济大型化；其四，创新与改革分配的政策具有决定性意义；其五，大都市化进程的速度对提升内需具有决定性影响。

在中国作为一个大国崛起和成长的必然进程中，中国13亿人口的红利因素将始终起着举足轻重的作用。《国家人口发展战略研究报告》称，中国劳动年龄人口规模庞大，15～64岁的劳动年龄人口2016年将达到高峰，为10.1亿人，比发达国家劳动年龄人口的总和还要多。目前，中国正处于人口红利期。20世纪80年代以来，随着中国计划生育政策的实施，人口生育率出现了急剧下降，总人口中劳动适龄人口的比重出现上升，“人口红利”现象在中国呈现。在这个黄金阶段，劳动人口比例较高，保证了经济增长中的劳动力需求。由于人口老龄化高峰尚未到来，社会保障支出负担轻，财富积累速度比较快。武汉大学彭富春教授指出：“统计数字显示，我国1979年到2003年的平均经济增长率为9.1%，其中资本贡献了4.4%，劳动力贡献了2.3%，全要素生产率（TFP）贡献了2.7%。充足的劳动力供给对推动我国经济的增长举足轻重。”①

尽管工资水平在近些年里出现了增长，但中国制造业劳动力仍然相对便宜。据美国劳工局2002～2004年的数据推算，2002年中国

① 杜宇：《中国仍处人口红利期 充裕劳动力助推经济增长》，新华网，2008－10－04。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制造业工人的平均时薪为4.73元，2007年为7.32元，上扬55%。按每周工作45个小时计算，目前中国制造业工人的平均月工资大致为1 317元。由于一般认为在美国花4美元购买的东西在中国只需花1美元，因此，中国的制造业工人1小时挣0.91美元，其购买力相当于美国工人的3.64美元/时，也就是7 862美元/年。而目前美国制造业工人的时薪为24美元，年薪46 000美元。中国制造业的工资水平仅为美国的3.8%。与其他发展中国家相比，中国也仍然享有一定的劳动力低成本优势，例如中国制造业的工资水平仅为墨西哥的25%。[①] 在中国工资水平增长的同时，其他各国的工资水平也有不同幅度的上扬。不过，目前中国的平均工资已经超过了巴基斯坦、斯里兰卡以及泰国。也有一些调查显示，印度和越南的劳动力成本比中国便宜。

但工资水平不断增长，也同时不断演化出13亿中国人的巨大消费力。在收入持续较快增长的支持下，预计在汽车、住房等方面的消费将持续扩大，这也必将极大地推进中国实体经济的持续高速发展。奥尼尔在他那份至今为全球经济界引为经典的报告中预测，2050年以前，“金砖四国”的GDP将超过目前掌握全球经济话语权的G7（美国、日本、德国、英国、法国、意大利和加拿大），中国则将在2039年取代美国成为全球第一经济强国。只有中国有这种能力，因为俄罗斯和巴西是大宗商品大国，而印度以服务业见长。

在这个世界上，我们找不到哪个国家能像中国政府这样调集国

① 王志浩：《中国低成本劳动力优势仍将持续》，载《新财富》，2007－11－20。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家力量进行宏观调控。过去5年，政府的宏观调控在稳定经济运行、防止经济大起大落方面发挥了重要的作用。2008年，中国政府更是出台了一系列应对国际金融危机的重大举措，开始实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，这对于扩大国内投资消费需求，抵补外部需求减弱将发挥积极而有效的作用。

用理性重新审视A股的投资价值

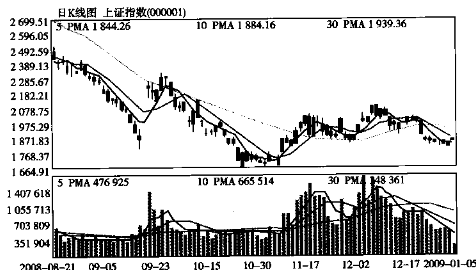
A股这一年经历了太多的风雨。如果以历史的、发展的、全球的眼光来看待中国经济，以横向和纵向的分析比较来看待中国股市的客观估值，目前股价的下跌反映了金融海啸、经济减速的影响已经逐渐显现出来。

在如何看待中国股市这个问题上，日本20世纪70年代的经验也许值得借鉴。日本1973年和1974年的股市非常像中国2007年和2008年的股市，同样，宏观经济面临着因石油价格暴涨引起的通货膨胀压力，日本1973～1974年通胀率为25%，贸易顺差大幅回落，CPI高企，股市在十几个月里从5 300点跌到3 500点。在此之后，日本政府启动了列岛改造计划，政府采取积极的财政政策，用修筑铁路和建设新城镇来拉动经济，创造了就业。随着日本通胀水平的回落，日经指数开始企稳，并从1974的3 500点起步，持续上涨了整整15年，到1989年达到将近40 000点。虽然日本这段历史与中国未来的道路有不尽相似之处，但产业升级、财政拉动内需都是未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来值得借鉴的。

现在，无论是从外围市场的持续反弹、逐步企稳，还是从国内稳定的经济环境、宏调政策的积极变化，以及股市本身已接近历史最低估值水平看，当前 A 股市场的底部特征越来越明显。我们预判，由于流动性恢复在 2009 年出现将可能成为大概率事件，我们将在未来看到市场的估值水平不断走高，甚至上市公司业绩的下行也难以阻止这一趋势的出现。由此，“10 · 28 底部”或将成为一个一去不复返的铁底（见图 20－1）。



资料来源：http：//finance. ifeng. com/app/hg/stock/sh 000001/index. shtml？ kline。

图 20－1 上证指数

代表 A 股市场中坚力量的沪深 300 指数成分股的静态市盈率已在 2008 年的连续暴跌过程中跌至 18 倍，与美国标准普尔 500 成分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股估值水平基本相当。同周边市场相比，A 股对 H 股的溢价水平已经从 2008 年年初的 75% 回落到目前的 25% 上下，招商银行、中国平安、海螺水泥等一些优质蓝筹个股出现了 A 股对 H 股折价的局面。市场人士认为，A 股当前估值接近历史大底水平，1996 年 1 月 512 点及 2005 年 6 月 998 点时加权平均市盈率均在 17 倍左右。

根据我们测算，目前 A 股市场的相对吸引力指数已经达到 3.6%，基本接近 2005 年最低时的 4%，从中长期来看，A 股市场对投资者的吸引力正在逐步得到体现。而且根据我们建立的“A 股三阶段相对估值模型”测算，考虑了非基本面因素对 A 股市场估值的冲击之后，A 股市场的阶段估值低点在 14 倍左右，距离目前的估值水平只有不到 10% 的空间，反映 A 股市场的估值风险已经得到较为充分的释放。

从长期投资回报看，A 股资产已具备战略投资价值。我们根据隐含股权成本估计，未来 5 ~ 10 年 A 股资产长期回报在 10% 以上，而全球流动性不断积累，中国资产未来仍将是其重要指向。

值得关注的是，在上证综指 2 000 点以下，从汇金公司增持工商银行、中国银行、建设银行三大国有控股商业银行股份开始，到央企大股东增持中国石油、中国远洋等，再到地方国资委增持深振业、深能源、中国铅笔、新世界等，种种迹象表明，长线资金已经开始集结行动。这种产业资本潜入金融资本，不仅表明目前 A 股已经处于价值底部状态，更重要的是昭示了 A 股市场中长期的发展方向。有统计数据显示，从 8 月 28 日中国证监会发布增持新规至 11 月 4 日，已有 121 家上市公司大股东、14 家上市公司高管进行了增持，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被增持的股份约13亿股。而增持的主体，从前期以央企为代表的国家队，逐步向其他性质的产业资本扩散。

时隔4年后，产业资本也跃跃欲试，开始轮番举牌围猎早已跌得很低的金融资本。与很多投资者在上证综指跌破2 000点后的黯然神伤截然相反，一群海内外产业大佬却兴奋异常，这种兴奋在12月中旬达到了极致。12月16日和17日，深鸿基和深国商先后宣布被产业资本第二次举牌。尤其抢眼的是，产业资本的这种举牌并非孤立事件，而是对价值低估公司的系统性围猎。举牌深鸿基的是中国宝安子公司中国宝安集团控股有限公司及其一致行动人恒隆国际。在此之前，中国宝安控制的马应龙已经发起了对羚锐股份的围攻。目前，马应龙举牌另外一家湖北医药上市公司的传言甚嚣尘上。举牌深国商的是在香港上市的“茂业系”。相较中国宝安，“茂业系”将系统性举牌发挥到了淋漓尽致的地步。深国商是“茂业系”在17天内举牌的第三家上市公司，另外两家是渤海物流、商业城。

中国宝安和“茂业系”的所作所为，仿佛是“银泰系”的翻版。“银泰系”曾在已经控制银泰股份的情况下，先后举牌百大集团、鄂武商A，此后又拿下了科学城。

就在“茂业系”对“银泰系”的效仿发挥得淋漓尽致的时候，海螺水泥则将“宝钢系”、“三一系”作为模板。海螺水泥公布的三季度报告显示，它斥资14.73亿元持有巢东股份、冀东水泥、祁连山、福建水泥、华新水泥、江西水泥、同力水泥7家水泥行业上市公司19 687.61万股股票。除了对冀东水泥进行举牌外，海螺水泥始终将祁连山的持股比例控制在离举牌一步之遥的尺寸上。从这种角

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度去看，实际见到的举牌产业资本可能仅仅只是冰山一角，盯住猎物的产业资本群体可能更加惊人。

如此多的产业资本围猎金融资本，而且非常有意思的是，其时机选择基本上集中在2 000点左右的水平上。这可以解释为，在2 000点的水平上，市场具有一大批市场报价要远远低于产业重置成本的好股票。也就是说，从产业资本的角度来看，目前金融市场处在一个相当具有吸引力的水平上。世界经济史表明，经济周期的底部往往会发生较多的产业购并、股权购并案例，这是因为这段时期的金融资本的价格往往处在空前的低水平上。金融资本在市场上的价格要远远低于其实际的价值，而这个价值往往会被理解为重置价格。资本市场的价格和产业重置价格的差距，在一般投资者眼中，往往被忽视；而在产业资本的控制者看来，这是显而易见的。所以，每一轮经济衰退或危机时，总有大量的企业股权和投资性资产出现“无承接”的贬值，那些在经济周期进入谷底的时候抄底股权和资产的商家往往在下一轮景气周期到来的时候脱胎换骨、异军突起，甚至一夜暴富。所以，金融危机的罕见性预示此次买入机会异常珍贵。

上海荣正投资咨询有限公司总经理郑培敏说：“产业资本举牌几乎都发生在上证综指2 000点附近，因为这个点位已经有了足够的获利空间。可以相信，上证综指越往下跌，我们可以看到的抄底产业资本会越多。”①

不言而喻，产业资本低价买到的是金融资本甩卖股票砸出来的

① 陈建军：《产业资本结伴抄底 证券市场涌动并购潮》，载《上海证券报》，2008－10－28。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

底。含有讽刺意味的是，这一幕如同是对产业资本上一轮抄底的重现。当时，宝钢集团、上汽集团、广发集团等对股改作出保价承诺的产业资本因上市公司股价下跌而被迫进场，数十亿元接盘资金几分钟就因金融资本的疯狂甩卖而消耗殆尽。虽然外人很难真正了解金融资本当时将重仓持股一下子甩卖给产业资本的心理，但估计很多基金经理在卖完股票之后说不定会吁出一口长气。然而，就在大量产业资本以接手金融资本持股的方式进入二级市场后，上证综指迅速出现了向6 100 点狂飙的特大牛市，使得当初低价甩卖的金融资本不得不及时低头认错。

觊觎资本市场的岂止局限于国内，此刻，虎视眈眈的外资机构也开始纷纷抄底。从已公布的2008 年三季报的公司来看，QFII 在第三季度持股规模反而大举上升，不过由于资金有限，持仓主要集中在少数优质股票上，而且在个股选择上调整明显。一些行业龙头得到了青睐，如万科，瑞士信贷（香港）有限公司在第二季度并未排在该股前十大流通股东中，但万科三季报却显示，该公司持股数量1.68 亿股，持股比例 1.79%，迅速飙升成第二大流通股东；摩根大通银行第三季度在万科上的持股数量也高达 1.39 亿股，排在流通股第三位；除此之外，德意志银行和瑞士银行也在第三季度分别买入9 936万股和 7 945 万股。

以善于抄底著称的 QFII 更在 2008 年 11 月底再度凶悍出手。沪市大宗交易数据显示，瑞银证券总部席位 11 月 18 日收盘后以买方身份一口气成交 14 家蓝筹，涉及股权 4 567.27 万股，耗资逾 3 亿元。而且，用“遍地开花”来形容瑞银席位的操作手法也毫不为过：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

14 家公司分属 10 个行业，其中银行股 4 家，钢铁股 2 家，石化、船舶、船运、港口、电力、汽车、通信、券商各 1 家，且均为各自行业的龙头公司。值得指出的是，作为当年首家登陆 A 股市场的 QFII，瑞银在众多 QFII 投资中有“风向标”之称，此次瑞银席位在大宗交易市场的出手能否引发其他 QFII 的跟进引人关注。业内人士指出，瑞银席位在 QFII 中举足轻重，瑞银席位的买入很可能激励其他 QFII“跟风行动”。乐观的观点甚至认为，瑞银席位如此“明目张胆”地在大宗交易平台暴露持股可能意味着其在二级市场已经收集了相当数量的筹码。

史上最大一次超级牛市在筑底发酵中

我们预计中等级别的反弹与调整将始终交替出现，探底—反弹—再探底的主旋律也将是中国经济在“衰退—筑底—复苏”过程中踯躅前行的最好写照。在第二轮大牛市到来之前，我们大致勾勒 A 股市场的主要波动趋势如下。

从 2008 年 11 月开始：这轮反弹因货币缺口转向可望以震荡盘升的形式演绎成跨年度行情，但受到重重制约而不宜期望过高。4 万亿元经济刺激计划将重塑投资者对 2009 年中国经济 8% 增长底线的信心。随着经济增速与通胀水平快速回落，货币政策全面放松，我们期待已久的货币缺口逆转或许已经到来。

2009 年 3～4 月：预计在这段时间之前将有多重因素导致市场调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整。首先，垃圾债违约率上升可能导致2009年上半年金融危机继续深化与美欧经济延续衰退。其次，中国出口在未来几个季度将快速回落到零增长甚至负增长。再次，房地产行业的资金紧张可能在2008年年底和2009年上半年之间达到顶峰，这是投资加快、销售下降、信贷收缩共同作用的结果，而春节前后的销售淡季期间或将出现全国性房价的加速回落。最后，大量上市公司为2009年过冬准备，可能就2008年四季度业绩进行反向会计粉饰。而分析师一致预期调整远未到位。2008年年报、季报的密集公布期也可能使市场不断受到负面冲击。

2009年中期前后：可以期待一次较大级别的估值修正型反弹。积极财政政策与宽松的货币政策效果将逐步呈现，从而拉动中国经济开始走出低谷；投资者信心恢复将引发资金回流，从而引发强劲的反弹行情。当投资者确认全球及中国经济不会陷入大萧条的惨淡境地之后，对盈利增长前景可望因趋势外推惯性的扭转，形成15%～20%的盈利修正。低利率的支持、宽松货币环境带来的投资者购买股票资产意愿上升，以及大股东增持回购意愿上升引起的资产供需关系的转变，可望形成20%～30%的估值修正。以上盈利修正和估值修正两者相加，使2009年中期行情可望形成一轮幅度大约为30%～50%的反弹。我们猜测，投资者届时可能会因预期中国经济将独善其身而给予A股市场阶段性的高估值。

2009年第四季度之后：市场可能再度出现较大幅度的调整。从我们观察到的历史经验看，泡沫破裂后的市场调整通常将持续2～3年，底部构造大多反复。可以想象，大幅反弹兑现利好预期之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后市场信心将再度变得脆弱，减持压力也将呈现，而内外需环境尚不具备全面好转的条件，投资者将再度思考中国经济长期增长前景与中国资产合理估值等基础问题，从而形成新一轮较大级别的调整，或将再度考验 1 600 点的支撑作用。

但站在改革开放 30 年和全流通元年的历史节点上，对于中国资本市场的未来发展，我们却充满期待。2009 ~ 2010 年，是全球经济在金融大海啸后经过剧烈下沉谷底而开始“U”形漫长恢复的过程。中国政府的 4 万亿元人民币带动的各级地方政府的约计 20 万亿元人民币的拉动经济救市计划，新上任的美国总统奥巴马政府的 1 万亿美元的大救援计划，以及由此带动的包括日本和欧洲在内的旨在刺激激经济的救援计划，都将在 2009 ~ 2010 年全球经济恢复性增长过程中慢慢地起着催化作用。由于全球各国前所未有的一致行动，这一始自 2009 年年底的刺激经济的努力，将在今后一两年不断发酵，使世界经济从黑暗的大萧条中得以爬升，并在不断量变的积累中最终在 2010 年及其以后的一些年里对世界经济产生巨大的革命性裂变影响。金融大海啸让全球幡然醒悟，产生了改变过往模式，革故鼎新的创新模式的冲动性尝试。2010 年的世界经济复苏有可能带来一次结构性的创新革命。在衰退—萧条—恢复—复苏的过程中，由于中国政府的强势介入，以及中国社会主义市场经济在大危机中尚无伤筋动骨的损耗，中国是最有可能率先走出这一循环圈而成为世界新一波经济增长浪潮的国家之一。

我们将看到，从 2010 年开始，中国将再次迎来一次从时间跨度和力度都比上一次（2005 年年底至 2007 年年底）的牛市更大、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更长的牛市。它的基础是由中国人口与经济统计学趋势决定的。中国新农村运动引起的后续农村城镇化加速趋势，农村劳动力向非农业再次大规模转移，中部广袤地区的强劲崛起，由天津新区开发带动的环渤海经济增长点的产生，由海峡两岸“大小三通”带来的地区紧张局势缓和，从而迎来了包括祖国大陆和台港澳地区的“大中华经济圈”的正式成型，2010 年的上海世界博览会，以及在中央政策指导下中国正在形成的货真价实的庞大人口内需消费潮等，所有这一切因素，都将使 2010 年及其以后的中国迎来世界历史上一次最长也是最伟大的经济景气周期。由所有上述一系列重大经济事件引发的中国历史上最大一次投资狂潮，也将发端于中国政府政策牵引的 2008 年，将直接影响和大规模基建潮相关的钢铁、水泥、能源、高速公路、航空以及家电、商业、旅游等产业的蓬勃发展。

同时，由于中国政府在 2008 年的政策牵引，开始改变过去 30 年来一直沿用的外延式粗放扩张经济模式，我们将看到，一场中国式的内延集约化经济结构性模式变革时代在空喊了多年后正在货真价实地到来，虽然变革在短期内会产生阵痛。

在经历了金融大海啸后的新一波世界经济增长浪潮中，中国将作为世界经济真正的引擎而起作用。“正如美国从 1929 年的那场大萧条中脱身而成世界无敌的超级强权，中国也很有可能在 2008 年的金融大海啸和经济大危机中浴火重生，成为新的超级强国。”[①]

---

① 林鹰、李航、佩佐夫：《中国萧条过后将成为世界第一经济体》，载《证券市场红周刊》，2008-11-02。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鉴于上述，我们相信，作为经济晴雨表的中国股市，A 股将经历世界历史上最大也是最长一次超级牛市过程。历史上，伴随着“美国世纪”和“日本世纪”的出现，它们的股市都达到了万点，日本在1986 年甚至达到了30 000 点的高度。那么，在中国迈向“中国世纪”的未来一二十年里，从一个历史长波看，我们又有什么理由看淡中国股市?！A 股上证综合指数又有什么理由不最后跃迁万点，甚至更高?！基于此，我们将在即将到来的新一波反映中国世界经济引擎作用的中国股市大牛市中看到不同于上一波牛市的结果，股指也不会只是6 124 点简单重复的高度，而是更高。

与我在《大财五年：抓住你一生中最好的投资机会》一书中设定的中国未来股市长牛市假设一样，它们是：（1）没有战争或重大自然灾害；（2）没有全球性政治、社会或经济的危机；（3）中国股市的上涨是建立在证券制度建设有序推进的基础之上的，投资人也是理性的。在此假设的基础上，如果我们充分了解了上述的经济趋势和周期，我们就能为未来必将到来的中国新一轮的超级长牛市做好充分的思想、心理和物质上的准备，从现在起就开始勤做功课，从前述的股市趋势时间窗一步步地逢低买入中国最伟大的股票投资标的，然后一路耐心持有，等待迎接中国股市最长时间的一次大牛市的到来。

当然，2010 年以后，当包括中国在内的全球经济从恢复跃升到复苏，再到全面复苏阶段，由于供不应求，上游产品价格也将不断被推高，而世界能源紧缺将引发又一轮的价格大幅上涨。所有这些，都将使中国通货膨胀率再次上升、高企。再一次，全球和中国经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在下一波经济增长浪潮中又开始了新的经济大繁荣和大泡沫相伴相生的过程，一些与这次经济长周期相关的股票都将带头持续发力上攻。尽管那时通货膨胀率会不断抬升至一个吓人的高度，从而使得中央银行收紧银根的力度不断加大，但同时，经济大繁荣周期带来的强大后劲也在风助火势、火助风威地将新一波中国股市指数推向一个高不可攀的历史巅峰。大繁荣和大泡沫的过程，也为下一个周期的经济大危机埋下了令人担心的种子，只是这个大危机什么时候到来，我们是人而不是神，无法预知而已。

寻觅下一波增长荣景的大牛股

简言之，2009 年经济整体情况不容乐观，国际经济的继续低迷将持续；美元开始震荡，2009 年中后期可能开始贬值；CRB 指数[①]全年震荡，能源与基础原材料继续不看好，但美元开始贬值的初期有交易性投资机会。货币政策放松，货币增速见底回升，经济开始构筑底部。基于 2009 年经济“W”形（或者说犬牙状）的市场波动特征，投资的思路主要有两大类可供投资者跟踪：一是经济周期轮动下的行业机会，二是“保增长、促内需”等宏观政策支持下的投

① 路透商品研究局指数，是最早创立的商品指数，诞生于 1957 年，最早由 28 种商品组成。2005 年 6 月 20 日，路透集团（Reuters）与 Jefferies 集团旗下的 Jefferies 金融产品公司合作，调整路透商品研究局指数，更名为路透/Jefferies 商品研究局指数（RJ/CRB）。目前该指数涵盖了 19 种商品。原先的计算方法中，CRB 指数给予每种商品同样的权重，目前则赋予不同的品种不同的权重。按照现在的计算方法，WTI 原油成为权重最大的单个商品，占 23%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资主题。在前者中，银行是可以看好的品种。固定资产投资整体增速会下滑，但政策投资会继续加大，看好受益内需的电信设备、电气设备、建筑等行业。经济整体呈现通缩局面，稳定增长的行业可以继续看好，包括食品饮料、医药、传媒、旅游等。2009 年分阶段看，上半年是主要由财政投资驱动的经济上行阶段，投资品会具有超额收益；但经济底部仍需酝酿，经济敏感型行业趋势性回升要等到 2009 年下半年甚至更晚的时间才会出现。

政府刺激内需将是 2009 年上半年最大的投资主题。政府全面刺激内需，配合信贷的全面放松，将催生局部的流动性过剩，而受益于政府内需的板块可能获得全面的反弹机会。综合未来政府刺激投资和消费的预期，我们构建了一个受益政策刺激的内需组合：围绕政府公共投资，铁路建设、军工直接受益，钢铁、水泥、机械局部受益；围绕政府刺激民间投资，电力设备、通信设备、节能环保行业直接受益；围绕民生建设，医药、食品、中低端品牌服饰等必需消费品行业直接受益，超市间接受益；围绕刺激内需消费，地产和汽车等支柱型消费品行业直接受益；围绕利率调整，电力、地产等利率敏感性行业直接受益。

政府刺激内需的一个重要举措是兼并重组。预计 2009 年中期之后，当宏观的系统性风险大幅释放之后，企业之间的购并重组将成为衰退后期的投资主题。

在流动性改善但企业盈利依然制约市场走势的情况下，我们预计 2010 年即将在上海召开的世博会可能会成为 2009 年的一大投资亮点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但就在大多数人还在考虑“抄底”还是“解套”的纷争中，价值型投资者志在长远，正着手考虑如何找到未来的长线大牛股。我的建议是，“风物长宜放眼量”，尽量将眼光放长远一点，例如，考虑一个5~10年的经济周期，寻找当中国经济恢复到合理水平时，未来有可能涨5倍甚至涨更多倍数的股票。

在寻找未来中国增长荣景的大牛股中，不要忽视在政府大手笔救市过程中政府强大的“有形之手”可能倒逼自我调整、促进产业结构升级的那些上市公司。问题只在于：政府要倒逼的究竟将是哪些企业和产业？作为股市成功的价值型投资者，认识不到这一点，算不上真正具有远见。那么，未来新一波的经济增长浪潮和新一轮的大牛市周期中，谁将真正执“商业英雄”之牛耳，即将崛起的新一代英雄又会是哪些呢？作者认为：

1. 2018年的500强格局。2008年7月9日，美国《财富》杂志公布了2008年度世界500强企业排行榜。中国创造了历年最好成绩，35家企业榜上有名，但中国入榜企业中，只有首次入围的联想不是国有垄断企业。10年后，随着美国经济的持续衰退，中国经济将成为全球龙头，500强榜单中的中国公司将会大大增多，并且远远超过美国。未来10年中国制造业的调整，只是由沿海向内地移动。世界制造中心不会是东南亚，更不会是非洲，中国仍将继续保持世界制造中心的地位，20年内都不会改变。我们预期，到2018年，世界500强公司中，中国公司已经不是今天意义上的中国公司，做大、做强是两个完全不同的概念，对于企业来说，可持续的利润增长、健康的财务状况和为股东带来连续收入增加的能力，才是最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具意义的东西。未来10年也是中国公司通过国际资本市场运作，依靠兼并收购等手段做大的市场化公司。同时，未来10年是中国内需高速增长的10年，以内需为主导的企业将会大批跨入世界500强的行业。

2. 依据未来10年依然是国内消费驱动为主的大判断。目前进入500强的中国企业，绝大多数都是资源垄断型的企业，不是在市场竞争中做大的。这些企业越往后走，竞争力会越差。苹果没有在2008年大危机年里成为500强，但是，苹果是全球IT领域最强的企业，因为它有创新能力，苹果的利润率应该远远超过其他同类企业。想做大很容易，靠行政指令或者是政策倾斜可以成为大的企业，但是要做强必须具备两点：一是有竞争优势，体现在能够超越竞争对手很多；二是有市场竞争力，对消费者有很强的控制力，或者说消费者对你有很大的依赖性。因此，我不看好排在2008年500强最前面的中石化和中石油。这是其一。其二，未来中国企业会逐渐走出去，发展将是跳跃式的，可以通过购并海外企业获得飞速扩张。未来10年是中国内需高速增长的10年，依据中国经济未来10年依然是国内消费驱动为主这个大的判断，三种产业可能会创造更多财富，或者说投资机会更多些：第一种是抓住全球产业转移的行业；第二种是新一代的生活模式，其中包括由于中产阶级、80后、90后和中老年人队伍的壮大而产生的需求等，体现最明显的是通信娱乐业和零售业；第三种是政策松绑领域，也可以叫做监管减弱或解除领域，最典型的就是金融投资领域。我们看好：（1）TMT（数字新媒体）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产业[1]，主要是因为这个产业是依靠市场的力量崛起的；（2）与移动应用相关的行业，未来移动互联网应该会出现大的企业；（3）消费品行业，在消费者驱动下，未来中国也可能会出现类似可口可乐、宝洁等这样的大公司；（4）金融服务企业。另外，视频服务产业、健康产业和环保相关产业的发展也值得看好。从产业角度来说，最有发展的是服务业、环境产业、能源行业。未来10年是重要的能源转型时代。

值得指出的是，我们最看好的仍然是金融服务业，现在正是它们借美国次贷危机之机重振中国金融雄风的最佳机会。我们最看好的是如工商银行这类大银行，因为中国的金融行业正处于高速发展阶段，工商银行也在积极进行海外扩张。同时我们看好中国联通，它完全有可能整合进入世界500强。我们也看好电子商务，因为凡是可以标准化的东西，都适合运用电子商务的方式进行买卖。我们还看好泛媒体和健康产业。随着中国一代中产阶级的崛起和发展，未来10年，人们在消费支出中精神享受、健康保障方面的消费会越来越多。最后，农业现代化也是值得投资者高度关注的重要行业，政府政策方面也在加大倾斜力度，值得看好它的未来。

3. 未来10年的核心竞争力。中国经济的长期向好是决定中国企业进入500强的关键因素。现在500强中的中国企业多为国有垄断巨头，企业自身缺乏核心竞争力。全球整合能力、人才、创新等，都将是中国企业未来10年最需要的能力。中国企业现在与国际最大的差距

---

① TMT为Technology，Media，Telecom首字母的组合，TMT产业是以互联网等媒体为基础将高科技公司和电信业等行业链接起来的新兴产业，TMT行业的特点是信息交流和信息融合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是在技术创新、品牌运作上。但未来10年企业竞争的关键是人才争夺。中国企业已经有了挖掘全球人才的资本，这个趋势在金融和经济大危机的当下更具备了天时地利人和的一切条件。更有效率地统筹配置全球资源可能是未来中国经济参与世界竞争的最有力的武器，目前中国企业也缺少全球的视野和知识。中国企业未来需要：（1）强大的品牌；（2）能够有自主创新且适合中国市场的技术和商业模式；（3）企业在取得第一步成功后，要有能够拥抱新的变化的心胸和勇气，随时准备迎接新的挑战；（4）整合能力。总之，10年后中国企业的核心竞争力主要体现在三个方面：生产效率、创新、服务的改善。中国企业最缺的将是全球化视角、企业的道德底线和风险意识。

做一个合格的中国价值投资者

在世界金融和经济大危机面前，价值投资在中国经历了最艰难困苦的时期。就连一直以“价值投资”标榜自己的那些基金经理人也在关键的时刻做了可耻的“叛逃”，违背了他们自身许诺的价值投资初衷。价值型投资者鄙视那些基金经理，是因为他们在大危机面前如同惊弓之鸟，只要市场上有些微声响，就作鸟兽散，他们是2008年市场恐慌的最大的制造者和乱源。在换手率以周计算的中国股市，价值型投资者们却一直不疾不徐，保持着一颗平常心。他们坚持自己理解的投资方法和固有的投资风格，坚信股市指数年年岁岁涨不同，年年岁岁跌相似，但恒久不变的是中国的优质公司，或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者说那些不断成长的好公司，它们总能得到市场的关照和青睐。在2008年大危机上证综指1 664最低点的指数位置时，贵州茅台的复权价仍还在400元以上，比最初投资者介入还有十几倍的距离。价值型投资者在形同泰山崩于前的大危机面前，仍处变不惊，神情若定，他们认定价值投资法则不会因为岁月的尘垢而改变，2008年的暴跌将被证明只是股市上行轨迹的一个小小的凹口，时间将会扁平这个凹口。他们非但不惊慌失措，反且欣喜若狂，就像一个超级性感猛男进了女儿国一样。他们在大熊市里布局，果断把握股市狂泻的机会，在人皆看衰之际买进。他们恪守价值投资的信条：（1）买股票就像平日里买特价商品；（2）价值投资者愿意支付的只是内在价值；（3）第一条，不亏损；第二条，参考第一条；（4）关注那些了解内情的人；（5）如果是不了解、令人不安心的股票，请敬谢不敏；（6）更重要的是，他们抓住了这一次投资中国资产的历史性时机，集中投资于中国最优秀的几家企业，一旦买入，便遵循集中投资、长期持有的策略。以下是价值型投资者的一些具体的投资策略。

1. 找让人睡好觉的股票。世上的股票千变万化，大致可分为两类：一类是买了后可能让人吃得好的股票，另一类是买了后能让人睡得好的股票。所谓让人吃得好，是指这类股票可能让人获得意想不到的回报。但是代价却是天天提心吊胆，睡不安稳，一天不卖就一天紧张，因为它涨上去又可能随时跌回来。一旦投资这类股票赚了钱，大都会有发了一笔意外之财的感觉，忍不住要大吃大喝庆祝一番。但买只让人睡得好的股票就不同了，这样的股票可能涨得很慢，甚至有可能在你买入之后还会下跌不少。但你并不心慌，因为你有信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心它还会涨回来。你不用天天盯住屏幕看，因为你知道它不会暴涨，就算涨了你也不会急着出手，因为你相信它还会继续涨下去。

如果能发掘出几只让人睡得好的股票，投资者是愿意跟它长相守的。在A股市场里，这样的股票有一些，可惜不太多。因为这样的公司一定要经过时间和市场的检验，在其自身的发展过程中已经形成了强有力的品牌影响力和企业文化，并且具有持续的盈利能力。中国股市毕竟只有短短十多年的历史，A股市场的上市公司也基本上都是在本土经营，少有真正实现跨国经营的公司。

如果放眼全球市场，有大量高素质的公司可供选择。如汇丰银行及其控股的恒生银行，在香港就有“圣诞钟，买汇丰”的说法，意思就是在圣诞节给亲朋好友送礼物时，最好的礼物就是买一手汇丰股票送给他。事实上，汇丰从没有辜负众多香港本地股民的希望，过去20年里股价上升超过20倍。类似的还有澳洲联邦银行，该股被澳大利亚人戏称为“祖父祖母的股票”。实际情况的确如此。1991年上市以来澳洲联邦银行涨了10倍，年平均复合增长率超过15%，这还不包括它每年将近4.5%的股息回报。

当我们不限于一个市场，在全球市场寻找投资机会的时候，可以发掘出许多这类能让我们安心睡好觉的股票。

在寻找让人睡好觉的股票上，QDII股票基金是一种很好的借助专家之手涉足海外市场的投资品种。[1] 2008年，国内多只QDII股票

---

① Qualified Domestic Institutional Investors，QDII，合格境内机构投资者，是指在人民币资本项下不可兑换、资本市场未开放的条件下，在一国境内设立，经该国有关部门批准，有控制地允许境内机构投资境外资本市场的股票、债券等有价证券投资业务的一项制度安排。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金净值因受国际国内经济大环境的影响受挫。但从资产配置和分散风险的角度，不能仅因短期表现较差就予以否定。投资 QDII 应立足于中长线投资，主要功能在于优化资产配置、分散系统性风险，实现资产的长期稳定增值。

2. 找像所有者那样思考的经理。在中国讲价值投资，你总会听到这样的疑问："我知道中国有很多骗子公司，中国有值得投资的公司吗?" 在今天这样一个市场环境还比较混乱的情况下，社会诚信并不让社会公众放心，对中国公司是否有价值的怀疑延伸到了对价值投资的怀疑。这么一种怀疑，说到底就是对人的怀疑，就投资来说就是对经理人的怀疑。这种怀疑是没有错的。投资说到底是投人。对于这种怀疑，我总是这样回答："社会上确实有很多骗子，也有不少坏蛋，但是我们每个人在这个社会上还有一些可以相信的朋友。中国上市公司很多，有不少坑蒙拐骗的公司，就像我们能在社会中找到几个朋友一样，我们也能在一千多家上市公司中找到几个有价值的公司。"①

公司都是由人来经营的，有价值的公司主要是得益于优秀的经理人。巴菲特说："一位企业所有者或投资者如果尽量与优秀品质的经理人合作，肯定能成就伟业。"② 优秀的经理人是诚实、能干又拥有远大目标的人。巴菲特对一个经理人的最高评价是："他们永远像所有者那样思考。" 像所有者一样思考的话，那就是花任何一分钱都像花自己的钱一样，要精打细算，要锱铢必较。对于任何一分钱的

① 程超泽：《我们如何像巴菲特那样投资》，840924. blog. sohu. com，2008－05－14。
② 阮毅：《巴菲特的选股理论》，http：//blog. sina. com. cn/yiruan1234，2008－05－10。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资都要考虑资金的安全和回报率。常常到公司进行实地调研的人会特别注意公司里的一些细节，从这些细节去看，经理人是否像投资人一样思考。比如，在打印纸的使用方面，节省的公司会要求员工双面打印，而管理不好的公司可能只打印一面，甚至也会浪费很多白纸。

节省费用是经理人容易做到的事情，而更难的是在成功时抑制自己的征服欲望和扫荡天下的雄心。不少公司在某一个领域获得了龙头大哥的地位，便飘飘然起来，制订各种宏伟计划，四面出击，玩各种资产游戏，涉猎各种产业。这个时候，公司便开始陷入困境。巴菲特说："如果一家伟大公司的管理层偏离主业，忽视了公司非凡出众的基业所在，而忙于收购其他平平常常或者更加糟糕的公司时，那么公司经营就会出现非常严重的问题。偏离主业是我们最担忧的事情。一次又一次，当傲慢或无聊导致管理层的注意力偏离主业时，我们看到公司价值增长的步伐停滞不前。"① 公司能否聚焦自己擅长的领域，做专业化的企业，很大程度上在于公司的经理人能否限制自己的欲望。

中国很多投资者在评价一个公司是否为好公司时，常常以公司能否分红作为重要的标准。这样一种潮流影响了很多经理人的经营思路。经理人除了日常的管理外，很重要的一个工作就是资本配置。巴菲特曾经说过，当管理者作出资本配置时，最为重要的是，其行为的基本准则是促进每股内在价值的增长，避免每股内在价值的降

① 叶志明：《巴菲特如何选择超级明星股?》，载《新快报》，2008-02-15。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低。那么分红这种潮流到底是不是正确的资本配置呢？如果分给股东的100元钱在未来的一年里只能获得6元钱的收益，而放在公司里能获得7元或者10元钱的收益，那么不分红对投资者更有利。因为随着公司内在价值增加，从长期看来股价会自动上升。除非红利由公司投资的获利低于投资者自己的获利，那时公司选择分红才是正确的。

同样，当公司股价远远低于公司内在价值时，公司把自有资金用来回购股份就是正确的资本配置行为，既让公司资金发挥最好的效用，也让公司的股东因为股份的减少而提高了所持股份的价值。中国的经理人已经开始这样做了，例如我们前述的上市公司回购自己公司的股份，就是以远低于内在价值买入股票的典范。

3. 找有定位的专业化的伟大公司。据笔者对投资理论的研究以及多年实战经验的总结，做好价值投资并不难，只要坚持买入“四好”股票，就有望获得相对良好的投资回报。那么，何谓“四好”股票呢？就是一只股票需要满足下面四个标准：好的行业、好的管理层、好的产品、好的机制。如果一家企业可以满足上述四点，本人就称其为一只好股票，并且相信从长期来看将有不错的回报。

好的行业非常重要，所谓“男怕入错行”，在好的行业中才更容易创造、实现价值。行业增速要快，企业价值的增长往往需要建立在行业的高增长基础之上，历史上，像万宝路香烟这种在低增速行业中实现长期增长的公司并不多见。同时，行业的商业模式要好，比如，寿险与航空就显著不同。全世界航空公司破产的案例非常多，但寿险就较少。不同行业的经营模式与不确定性明显不同，企业创

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



造价值会有较大区别，巴菲特就喜欢保险而讨厌航空。还有一点，企业价值增长后对现金的需求也很重要，如有些企业虽然可以赚到大量盈利，但是新的盈利增长却需要大量资本投入。在这个方面，品牌白酒的特性就完全不同，不同配方和产品保护了企业，竞争是有序的，而新增产能对资金消耗相对不大，这就是为何品牌白酒一直是股市估值高端的重要原因。

好的管理层和好的机制同等重要。即便是好的行业，如果没有好的管理层，依然难以创造价值，比如景点类公司，拥有无法比拟的自然资源垄断以及游客的快速增长，但是管理层的绩效较差，鲜见有优质回报的公司。另外，机制也同等重要，看看多数国有企业的经营成果与改制后的对比，大家就都心中有数了。从这点上看，资本市场应该用宽容的心态去看待管理层激励，有激励要比没有激励对企业的长期发展强很多。

要拥有好的产品的道理很简单，生产微软产品和生产一般纺织品，面对的行业竞争显然不同。有壁垒的产品可以使企业从价格战、服务战、广告战等激烈的竞争中隔离出来，企业更容易创造盈利回报股东。动力组合基金近期正是根据上述四个原因进行了价值投资，回避了题材股和“差”的公司。

除了个股选择，可能还需要在中观层面考虑行业和板块配置。其实做行业配置并不难，主要依据就是“低估”，哪个行业在整个市场中估值明显偏低，加大该行业的配置一般都可以在中期获得较好回报。

低估有两种，第一种是从目前的行业运行状况和企业盈利状况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析，该行业整体估值偏低。如2007年初的煤炭行业，是全市场公认的估值洼地，但是很多人以不是热点，或者未来价格趋势不清晰为由，不肯买入股性呆板的煤炭股。可是到了第二季度，煤炭股不仅全线上涨，而且未来行业景气度越来越乐观，成为众多机构追捧的对象。目前钢铁行业似乎也与煤炭行业颇有相似之处。

识别第二种低估就需要更强的研究支持，因为这种低估不是简单地看估值的高低，而是着眼于未来发展。例如2004年、2005年的食品饮料行业，当年主要公司的估值均处于市场相对高端，但接下来的企业盈利连续多个季度超过预期，于是出现了行业整体性的投资机会。再如2005年的证券行业，当年的估值几乎是全市场最高的，但是若考虑到后面几年惊人业绩增长，那么，证券行业是极佳的配置行业。

投资大师彼得·林奇在把握行业轮动方面有着超人的认知能力，所以才能举重若轻般把规模极度庞大的麦哲伦基金管好，并取得惊人的业绩。

价值投资有着各种各样的细分操作逻辑，不论是完全的自下而上还是从中观的行业轮动配置，各有优劣，但是可以说最终条条大路都可通罗马。不过，对于对上述策略不熟悉的人来说，最佳的价值投资策略是长期持有共同基金，也可到达罗马。

4. 低价买入是成功投资关键的关键。历史数据证明，以价值投资的思路选择个股并长期持有，在中国股市同样能像在成熟的资本主义市场一样获得丰厚回报。但因为股价波动程度远大于成熟市场，中国股市的价值投资又独具“特色”，即低价买入是成功投资关键的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关键。

从根本上说，投资理念代表的是一种“意识形态”和“价值观”。长期以来，一系列偏见的存在，使得大量投资人对价值投资的优势视而不见。例如，曾经流行或者仍在流行的观点认为，中国股市是政策市、消息市甚至赌场，上市公司没有几家不做假账，加上股指表现出来的巨幅震荡和牛短熊长现象，使得很多人觉得在国内做价值投资、长期持股是天方夜谭。然而历史数据却表明，在A股市场长期持股有可能获取丰厚收益。

与成长型投资者相比，价值型投资者能够取得更高的收益是因为他们更有耐心等待真正的低价买入时机。考虑到这些，价值投资、长期持股的含义首先是低价买入。长期投资A股市场获利不菲。肯尼斯·费雪（《怎样选择成长股》作者菲利普·费雪之子，以下称为“小费雪”）作为一名成功的价值型投资者这样劝说人们进行价值投资和长期持股："市场波动是何等之快，你的年度回报可能来自只有几天的剧烈波动。没有人能告诉你投资回报或者亏损来自一年中的哪3天或者6天。如果你希望获得如市场般的回报，必须坚持不懈地留在市场中。"① 从这样的观点出发，其实市场波动越剧烈，反倒越应该长期持股。而此前中国股市每次剧烈波动后，很多投资者都作出了要波段操作的总结，这或许应该反思。

当然，问题的关键在于，小费雪所言“市场般的回报”能否令人满意。费雪为了证明“市场中重要的是时间，不要进行波段操

---

① 孙旭东：《中国特色价值投资的成功秘诀》，载《证券市场周刊》，2008－03－20。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作”，举了这样的例子：从1982年1月1日至2005年12月31日，标准普尔指数的年平均收益率为10.6%，而如果你错过了其中10个表现最好的交易日，平均年回报率将降至8.1%，如果错过了50个表现最好的交易日，平均年回报率将降至1.8%。10.6%的年收益率或许并不起眼，尤其是在经历了2006年、2007年前所未有的大牛市之后，国内投资者的期望值都已经很高，然而从媒体调查结果中我们知道，即使是在2007年，也还有至少三成投资者亏损，长期来看散户投资者更是“七亏二平一赚”。

历史数据表明，投资国内股市长期收益率远远地高过美国股市。中国股市自1991年至2007年的17年间，上证指数上涨的有10年，下跌的有7年。人们说中国股市牛短熊长，更多地可能是2001年以来的短期记忆，如果因此对股市感到失望并远离，就会错过近两年的大涨。

部分上市公司股价涨幅更是巨大。当然，指数是一回事，投资者能否捕捉到为自己带来巨大收益的个股又是一回事。所幸的是，中国股市中不乏这样的上市公司。这部分股票确实符合价值投资理念，上市公司经过多年努力经营，给了长期投资者以丰厚回报。例如，方正科技（600601）股价的上涨基本可以用业绩来解释。1990年，这家公司（时名延中实业）的净利润只有区区51万元，而2006年达到了1.84亿元，增长了360.55倍。其股价与净利润增加基本正相关。

仔细观察中国自1991年至2007年17年间的25只大牛股可以发现，除了苏宁电器和贵州茅台外，其余都是20世纪就上市的，这足

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以证明时间在投资中的重要作用。早期关注到公司基本面的投资者，会比一般人更早地发现这些大牛股的起飞征兆。

当然，价值投资的操作策略中包含长期持股但不简单等于长期持股。即使是在经历了前所未有的大牛市后，2007 年年末 1 525 只 A 股股票中仍有 136 只给投资人的回报为负，其中回报最低的 10 只股票均为 ST 股，这些股票中也有些是很早就上市的。价值投资鼻祖格雷厄姆说，股票市场从短期来看是投票器，从长期来看是称重机，或可从这里得到验证。

5. 守住你的好股票。时间可以改变一切。浮华过后，真金始现。15 年前，万科 A 以 14.58 元的价格挂牌深圳证券交易所，成为深市最早期的“老八股”之一。15 年后的今天，万科 A 复权股价已经高达 2 048 元，增长了 139 倍。6 年前，贵州茅台首日挂牌 31.39 元，历经许多年的牛熊市反复，这只知名的一线白酒股涨了 17 倍。3 年前，苏宁电器开盘价 29.88 元，时至今日，苏宁电器复权股价已近 4 位数，真正今非昔比。1 年前，保利地产以 20 元的价格亮相交易所，目前的复权价近 130 元，是开盘价的 6.5 倍。一连串数字演变的背后，是财富的巨大增值。我们在中国股市中获得的一个个财富故事，反映出价值投资的弥足珍贵。

没有什么比持有一只蓝筹股更能让我们兴奋的了，因为这种绩优股是我们战胜通货膨胀的最有力的武器之一，因为通货膨胀无时无刻不在侵蚀着我们的财富。若以每年 5% 的通货膨胀率计算，今天的 100 万元，5 年后将缩水 20%；10 年后的实际价值将是 59.87 万元，损失超过 40%；30 年后，100 万元的实际价值将缩水成区区的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

21.46 万元。通货膨胀这个“魔头”随时都在窃走我们的财富。只有投资才能抵御通货膨胀对财富的侵蚀。

我们不妨再来做一个数字计算：在 A 股长期走牛的背景下，如果你的投资每年增值 20%，那么投资 100 万元，20 年后你将拥有 3 834万元。这就是复利投资的魅力。全世界最有名的复利受益者是巴菲特，其通过买入并坚定持有的策略，获得年均 28.6% 的复利回报，40 年时间收益 2 万多倍。而在中国深圳市场，一位名叫刘元生的 A 股投资者，在 19 年前通过购买万科原始股，持有到今天，最初的 360 万元已膨胀到 20 多亿元。刘元生的投资回报率超过了股神巴菲特，他已经成为一名伟大的投资者。

如果你同意“短期的股价波动受到多方因素影响，很难判断”的基本判断，那么，你投资蓝筹股的方式方法就是——持有，持有，再持有！我是说，这样持有的前提是你投资的这些钱是已经剔除了生活必要开支后的闲钱。如果非要给一个持有期限的话，我们希望是一生！

如何长线持股？想在股票市场赚大钱，持有股票的本领要下苦功去学，不管你是否有能力研究指数，是否有能力选择股票，真正能使你赚到钱的真功夫就是如何持股，一句话，就是耐心。“成功的农夫绝不会在播种之后每隔几分钟就把它们挖出来看看长得怎么样，他们会让谷物发芽，让它们生长 。”好的公司买价低，一路持有，不要管其他任何因素的干扰。像埃德温·洛弗热在他的经典著作《一个股票经纪人的回忆》中说的，“在任何地方、任何时间都做错

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事的是纯粹的傻瓜，而华尔街的傻瓜认为他必须在所有时间都交易。”① 著名投资者吉姆·罗杰斯对做交易时的耐心做了更生动的描述：“我只管等，直到有钱躺在墙角，我所要做的全部就是走过去把它捡起来。”②

6. 最难的是自我控制。任何时候，最大的敌人就是你自己。校正自己，永远比观察市场重要。心理控制、行为控制的重要性怎么强调都不过分，过了这一关，就成功一半了，这点做不到，其他部分做得再好都没用。拿不住单，从市场角度看，是对市场趋势发展过程细节波动理解不深刻造成的。如果中间趋势的发展一切尽在自我的“掌控”中，那还有什么拿不牢的？

7. 长期持有并非无条件的僵化信条。在看到前文小费雪所举的例子时，或许人们会问，如果避开了跌幅最大的坏日子结果会如何？答案是相当不错。遗憾的是这样的组合很难出现，只要求不错过表现最好的交易日很容易做到，持股不动就是了，而要求错过表现最坏的交易日而同时又不错过表现最好的交易日，就太难了。从标准普尔指数的历史看，涨跌幅最大的日子往往相伴而生。在标准普尔指数涨幅最大的10个交易日中，有3个在1987年10月；与此同时，在跌幅最大的10个交易日中，同样有3个在1987年10月。相信很难会有人能如此准确地把握节奏，避凶趋吉。标准普尔指数如此，A股市场也是如此。2008年1月22日上证指数暴跌7.22%，28日跌7.19%，2月4日又暴涨8.13%。我们不禁要问：果真能有人空仓

① 海蒂：《赚钱华尔街》，第3版，中文版，132页，沈阳，辽宁教育出版社，2003。
② 大时代投资：《参与反弹只待指标股放量拉升动作》，2008-08-15。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

躲过暴跌却又满仓迎来暴涨吗？回答是，有，但这在投资市场中永远都只是小概率事件。

即便很难实现，躲过熊市依然对投资者有着无比巨大的诱惑。尽管有3个涨幅最大的交易日存在，1987年10月标准普尔指数下跌21.76%，仍然是30年来跌幅最大的一个月。躲过这一个月，相当于多赚了两年。因此，即使是不主张波段操作的费雪也要探讨自己是如何躲过了三次熊市的。

如果买入股票后就持股不动，那么以标准普尔指数作为衡量指标，投资者从1997年2月到2003年3月长达6年的时间内将一无所获。如果以上证指数作为衡量指标，那么1992年5月上证指数就到达了1 000点，而2005年7月上证指数也仍然在1 000点，也就是说长达13年的时间里投资者回报为零。

很多人都读过菲利普·费雪的《怎样选择成长股》，知道他和格雷厄姆一样对巴菲特影响巨大。小费雪本人也很了得，CXO咨询集团根据他2000年所写的《福布斯》专栏，认为他是2006年度预测最准确的长期预测家。遗憾的是我们不能照搬小费雪的结论。小费雪总结了一些熊市特征，即使在美国股市都未必能按图索骥，拿这些原则去套中国股市，就更加水土不服。所以，我们应该学习的只能是小费雪思考问题的方法。

从2000年8月到2002年9月，标准普尔指数下跌了将近一半，这样的熊市显然有必要避而远之。类似的熊市国内股市亦有，探讨如何躲避还是有价值的。笔者认为，在这个问题上性格可能比技术来得更重要。当看到有分析师在为了满足市场的估值需要所做的基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本面分析逻辑不通时，当听到有分析师说“牛市谈估值很可笑”时，当一些精明的价值投资者纷纷远离市场时，理性的投资者就应该警惕了。

鉴于上述分析，我们或许应该重新思考一下长期投资的定义。长期投资应该不是简单地买入并长期持有，而应该包含三重含义：（1）从长期的角度来分析上市公司股票的价值；（2）能够长时间地等待合适的买入时机；（3）以合理的价格（有安全边际）买入后长期持有直至股票的成长性被过分高估。按这样的定义，做长期投资需要长期关注市场，就算熊市漫长也不能灰心丧气，同样要关注上市公司。事实上，熊市才是价值投资者买入的好时机。

笔者相信，作为价值型投资者，等到一二十年后，当我们站在中国股市的山峦之巅，感叹“会当凌绝顶，一览众山小”的时候，我们一定会庆幸当年自己的投资正好处于中国新一轮经济增长周期的开始和股市长牛市的谷底。由于坚决不离不弃地采用了英明和富有远见的价值投资策略，我们手中的股票早已几倍、十几倍，甚至数十倍地增长。而那时，我们也因为股价的倍乘效应而成为中国长牛市的最大赢家，正幸福快乐地生活着。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

熊市布局
——价值低估法

- 在人皆看衰之际买进。
- 把握股市狂泻的机会。
- 买股票就像我们平日里买特价商品。
- 价值投资愿意支付的只是内在价值。
- 第一条，不亏损；第二条，参考第一条。
- 关注那些了解内情的人。
- 如果是不了解、不安心的股票，请敬谢不敏。
- 买下长抱。
- 最难之处在于耐心。

上架类别：金融理财

ISBN 978-7-5049-4958-5



定价：35.00元

网上书店：www.chinafph.com